ندوة (الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم)
المنعقدة في جامعة الملك عبدالعزيز في جدة
خلال الفترة: ١٠ – ١٢/٠٦/١٤٣١هـ الموافق ٢٤- ٢٦/٠٥/٢٠١٠م
بالتعاون مع مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي،
والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب التابع للبنك الإسلامي للتنمية

أسواق الصكوك الإسلامية وكيفية الارتقاء بها

إعداد
د. معبد علي الجارحي
د. عبد العظيم جلال أبوزيد
وحدة التدريب بمصرف الإمارات الإسلامي

بسم الله الرحمن الرحيم

مقدمة

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على رسوله الكريم وعلى آله وأصحابه أجمعين.

اكتسب موضوع الصكوك حيوية كبيرة في وجه التوسع الكبير في إصداراتها فيما بين عامي ٢٠٠٢ و ٢٠٠٧، حيث قارب حجم الصكوك المصدرة في العام الأخير ١٠٠ مليار دولار. ثم بعد ذلك شهد إصدار الصكوك انخفاضا حادا في العام التالي مباشرة، حيث قارب ما أصدر منها خلال ذلك العام ١٩ مليار دولار. ولقد صاحب ذلك العديد من التساؤلات الفقهية والقانونية والاقتصادية، وبالإضافة إلى الصعوبات المالية التي واجهها بعض كبار مصدري الصكوك، خاصة في الكويت ودبي، والتي أثارت عاصفة أخرى من الأسئلة. إلا أن السوق انتعشت كثيرا عام ٢٠٠٩، حيث وصل حجم الصكوك المصدرة إلى نحو ٤٧ مليار دولار.

واستمرت ماليزيا في الاحتفاظ بمركز المقدمة بين مصدري الصكوك حتى عام ٢٠٠٦. وفي عام ٢٠٠٧، تمكنت الإمارات من الوصول إلى المقدمة وتفوقت على ماليزيا بفارق صغير. وفي عام ٢٠٠٨ بقيت الإمارات في الصدارة وقل الفارق بينها وبين ماليزيا، كما حلت الكويت محل السعودية في المركز الثالث. ولكن في عام ٢٠٠٩ عادت ماليزيا إلى الصدارة، ودفعت مشاكل السيولة في الإمارات إلى تخلفها في الترتيب.

وتتناول هذه الورقة أهم القضايا الفقهية والاقتصادية التي أثيرت حول الصكوك. فمن الناحية الشرعية، تتفق الورقة مع التكييفات والآراء الفقهية الاجتهادية السائدة في قضية الصكوك، وتختلف عنها بعض الأمور، أهمها تفضيل معيار الغلبة في تداول الصكوك التي تحتوي موجوداتها على ديون أو نقود تجنباً لوقوع ربا النسيئة، وعدم الموافقة على الإطلاق على تضمين موجودات الصكوك أي ديون ربوية. وبينما تقبل الورقة القول بجواز تداول صكوك السلم، إلا أنها تحذر من استخدام ذلك التسويغ لتركيب عقود تسمح بوقوع المتاجرات (المضاربات) التي تودي باستقرار الأسواق. وكذلك تقبل الورقة جواز تضمين مدير الصكوك على أساس دارسة الجدوى التي يقدمها، ولكن ببعض الشروط، أهمها: أن ينصّ العقد بين الطرفين على تحديد مسببات الخسارة التي لا يكون بوقوعها مدير الاستثمار مسؤولاً عن رأس المال؛ وأن يُحتكم إلى محكّم خارجي مستقل يتمتع بالخبرة الشرعية والتجارية لتقرير مسؤولية مدير الاستثمار من عدمها؛ وأن يقتصر التضمين إن وقع بشروطه على رأس المال، ولا يتجاوز بذلك إلى الربح. وأن يضمَّن مدير الصوك في حال التضمين بشروطه القيمة السوقية لموجودات الصكوك عند وقوع مسبباته،

لا أن يضمَّن رأس المال كاملاً عبر ضمانه للقيمة الاسمية للصكوك. وتحذر الورقة من أن ينطوي التعهد بشراء موجودات الصكوك ببقية أقساط الإجارة المتبقية في صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك، على تحقق الضمان الممنوع. كما تحذر بأن تعهد المستأجر في صكوك الإجارة التشغيلية بشراء الأصول عند الإطفاء بقيمتها الاسمية يمكن أن ينطوي على بيع الاستغلال وبيع العينة المنهي عنهما.

وتجيز الورقة التزام مدير الصكوك بتقديم قرض عند نقصان الربح الفعلي عن المتوقع في مقابل تنازل حملة الصكوك عن الربح الزائد عن المتوقع إذا كانت الصكوك صكوك استثمار يقوم على الربح والخسارة، ولا يكتنفها شيء من الضمانات، وتمثل ملكية حقيقية لا شكلية لموجودات الصكوك. وتؤكد الورقة على أن بيع الصكوك بأقل من قيمتها الاسمية لبعض حملة الصكوك، يتنافى مع مبدأ الاشتراك في الربح والخسارة بين حملة الصكوك ، ولعدم قيام ما يسوّغ تفاوت حملة الصكوك في نسب الربح في بعض الحالات.

وتقول الورقة بجواز توزيع مدير الصكوك لجوائز على بعض حملة الصكوك إذا كانت قيمة أو مبالغ هذه الجوائز غيرمرتفعة وكان ثمنها يدفعه مدير الصكوك من ماله الخاص، وبشرط ألا تزيد حصة الربح المشروطة لمدير الصكوك عن المعتاد، بما يجعلها تعويضاً له عن قيمة هذه الجوائز. وتقول كذلك بجواز اقتطاع نسبة معينة من أرباح الصكوك لتشكيل احتياطي يغطي خسائر مستقبلية محتملة، مع تمكين حامل الصكوك من استرداد ما اقتطع من ربحه عند انسحابه من العملية الاستثمارية.

وتجيز الورقة أن يعمد بائع الأصول إلى استئجار الأصول بعد بيعها إجارة منتهية بالتمليك، مع تحقق شرطين. الأول: أن عقد البيع الأول الذي بيعت فيه الموجودات المؤجرة عقدُ بيع حقيقي بين بائع الموجودات وحملة الصكوك أو من يمثلهم. الثاني: أن حملة الصكوك يتحملون حقيقة تبعات الموجودات المؤجرة طيلة فترة عقد الإجارة، من حيث ضمان خطر الأصل المؤجر، وتحمل نفقات الصيانة الأساسية التي يتحملها المؤجرون عادة، ونفقات التأمين والضرائب والغرامات وكل ما يتحمله الملاك عادة.

ومن الناحية الاقتصادية، غالبا ما تبنى العلاقة بين حملة الصكوك والهيئة الخاصة على أساس عقد المضاربة، بحيث لا يتدخل حملة الصكوك في تفاصيل أعمال الهيئة، وإنما عليهم أن ينتظروا النتائج. ونظرا لأن الهيئة الخاصة ينشئها ويملكها في الغالب المالك الأصلي للموجودات المصككة، فمن المتوقع أن تحدد مهام الهيئة وصلاحياتها عند إنشائها بما يتفق مع مصالحه التي قد تتعارض مع مصالح حملة الصكوك، ولحماية حملة الصكوك من تضارب المصالح، يكون الأفضل أن تبنى العلاقة بين حملة الصكوك والهيئة الخاصة على أساس المشاركة.

وللتأكد من توافق أعمالها مع الشريعة لا بد من وجود هيئة شرعية تشرف عليها. فإذا تعددت العمليات التي تقوم بها الهيئة الخاصة وتنوعت، فلا مناص من أن يؤسس جهاز للتدقيق الشرعي يعمل تحت إشراف الهيئة الشرعية.

وتتلخص أهداف السلطات الرقابية فيما يتعلق بالصكوك في: أولا، الحرص على خاصية التوافق مع الشريعة، لأنه إذا لم تتوافر الشروط الشرعية في الصكوك، فإنها تهدد بسوء السمعة وفقدان الثقة التي قد تتطرق إلى النظام النقدي والمالي بأسره. وثانيا: الحرص على أن حملة الصكوك يمتلكون حصصا على المشاع في موجودات حقيقة، لأن هذا شرط للتوافق مع الشريعة ولضمان حقوق حملة الصكوك.

وثالثا، الحرص في كل الأحول على خلو استخدام حصيلة الصكوك من مخاطر النزوع السيئ، بمعنى أن بائع الصكوك سوف يستخدم الحصيلة فيما خصصت له. وهذا يضمن قدرته على خدمة موجودات الصكوك من حيث الصيانة والحفاظ على منافعها، وكذلك دفع أقساط الإيجار وغيرها من مستحقات حملة الصكوك.

ورابعا، الحرص على أن كافة الاحتياطات قد اتخذت لكي لا يكون لدى حملة الصكوك حاجة إلى التصرف في موجوداتها بتأحيرها إلى جهة أخرى أو ببيعها. لأن حدوث ذلك، سوف ينزع من الصكوك عنصر الاستقرار، ويهدد السوق المالية كلها بالانهيار.

ومن غير الممكن القيام بالرقابة والإشراف على إصدار وتملك وتداول الصكوك بدون توفر بنية أساسية مناسبة تتضمن من ناحية سهولة إصدار صكوك متوافقة مع الشريعة، ومن ناحية أخرى تحقق قدرة السلطات الرقابية على التعامل مع ما قد يتصل بها من انحرافات، وقائيا وعلاجيا.

وأول عناصر تلك البنية الاعتراف بعقود التمويل الإسلامي في القانون المدني، حتى لا تتعامل المحاكم مع تلك العقود كعقود ربوية، ولكي تقر بملكية حملة الصكوك للموجودات. وثانيها أن يَصدر قانون للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية حتى تتمكن السلطات الرقابية من فحص وتدقيق المنتجات المالية بناء على مرجعية إسلامية وليس مرجعية ربوية لا تقبل اختلافات جوهرية بين المنتجات المالية الإسلامية والمنتجات التقليدية، ولاتستحل السلطات الرقابية لنفسها إصدار أوامر وتوجيهات عامة إلى البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية لا تتفق مع شروط ترخيصها بصفتها بنوك تعمل بالتوافق مع الشريعة.

وثالثا، وضع ضوابط لحوكمة اليهئات الشرعية العاملة لدى البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، تمنع المدعين من الانتساب إليها، ولكي يتوقف سيل المنتجات المالية سيئة السمعة التي ترتكز على الصحة الشكلية دون صحة الغرض، دون الانتباه إلى المآلات التي تترتب على تلك المنتجات، وحتى تقتصر عضوية تلك الهيئات على عدد فردي

من علماء الشريعة الحاصلين على الدكتوراه في الشريعة من جامعات مرموقة، يساعدهم مستشار حاصل على الدكتوراه في اقتصاديات النقد والمال. كما يجب أن تَدخل هيئات التصنيف مؤهلات أعضاء الهيئات الشرعية المشرفة على إصدار الصكوك في تصنيفها.

ورابعا، لا بد من حوكمة الهيئة ذات الغرض الخاص التي تقوم بشراء الموجودات، وإصدار وتوزيع الصكوك، والتي تمثل في النهاية مصالح حملة الصكوك، بحيث يتملك حملة الصكوك حصصا على المشاع فيها بنسبة ما يحمله كل منهم من الصكوك. ومن الممكن أن ينضم إليهم منشئ الموجودات كشريك بقيمة ما يحمله من الصكوك.

وفي النهاية تقدم الورقة مقترحين بشأن تفعيل دور الصكوك في مجال السياسات الاقتصادية والتنموية. الأول هو قيام البنك المركزي بإصدار صكوك إقراض مركزية، تستثمر حصيلتها من خلال وضعها كودائع ادخارية واستثمارية لدى البنوك الإسلامية، ويمكن أن يحقق تداولها تكوين سوق نقدية بين البنوك الإسلامية. كما يمكن أن تستخدمها السلطات النقدية كأداة للتحكم في معدل التوسع النقدي. والثاني، أن تقوم المؤسسات العامة بإصدار صكوك تستخدم حصيلتها في توسيع نشاطها وتمويل رأسمالها العامل، بجانب تمويل المشروعات الكبرى، وبخاصة مشروعات البنى التحتية.

والله من وراء القصد،

المحتويات

الباب الأول: مفاهيم أساسية

ما هي الصكوك؟

تعرف الصكوك بأنها شهادات أو وثائق (أوراق مالية) إسمية أو لحاملها، متساوية القيمة، تمثل حقوق ملكية شائعة في أصول أو أعيان أو منافع أو خدمات أو حقوق مالية، أو خليط من بعضها أو كلها، حسب شروط معينة، عند إصدارها أو بعد استخدام حصيلتها بالاكتتاب فيها، ويشترك حملتها في صافي أرباح وخسائر الموجودات التي تمثلها. وهي قابلة للتداول، ما لم تمثل نقدا أو دينا محضا. ولا تمثل الصكوك دينا لحاملها في ذمة مصدرها، ويعتمد إصدارها على عقد من العقود الشرعية[1].

وتتميز الصكوك بعدد من الخصائص، منها أنها وثائق اسمية أو لحاملها، تصدر على شكل أوراق مالية، بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكها فيما تمثله من حقوق في الموجودات أوالمنافع أو الخدمات أو الحقوق المالية الصادرة مقابلها. وأنها تصدر بعقد شرعي وضوابط شرعية بين أطرافها ويحدد العقد شروط تداولها وإدارتها. وأن حائز الصكوك يشترك في الأرباح بنسبة متفق عليها ومحددة في نشرة الإصدار، ويتحمل الخسائر بقدر قيمة الصك فقط، وله الحق في ناتج التصفية. وأن إصدار الصكوك يتم بناء على أحد عقود فقه المعاملات وضوابطها الشرعية، وتعتمد قابليتها للتداول على ما يمثله الصك من ملكية في الأعيان أو المنافع أو الخدماتا أو لحقوق المالية، وعلى صحة وشرعية العقود المستخدمة معها. ومن أهم الخصائص أن الصكوك لا تمثل ديناً لحاملها على مُصدرها، كما هو الحال في السندات. بل تمثل حصة شائعة في ملكية موجودات تدر عائدا من الاستثمار.

وتختلف الصكوك عن الأسهم في أن السهم يخضع لأحكام عقد المشاركة، يمثل في العادة ملكية على المشاع في شركة معينة، وفي أن حامل السهم له حقوق مباشرة على إدارة الشركة، فله صوت في تعيين الإدارة وعزلها، كما أن له صوت في إقرار الحسابات الختامية وتوزيع الأرباح؛ فضلاً عن أن السهم يمكن أن يمثل حصة على المشاع في موجودات أكثر من شركة مساهمة، وذلك حين يكون السهم حصة في شركة قابضة، ذات شركات تابعة. ولكن السهم لا يعطي حامله حقوقا مباشرة في إدارة الشركات التابعة، ولكن يعطيه حقوقا للتأثير على إدارة الشركات التابعة من خلال تأثيره على إدارة الشركة الأم.

وبالمقابل، فإن الصك يمثل حقوقاً في موجودات متنوعة قد تشكل الأسهم بعضها، وقد تكون أعياناً تستغل مباشرة بمعرفة مدير الصكوك. كما أن علاقة حامل الصك

---

[1] عبد العظيم أبو زيد ومعبد الجارحي (٢٠٠٩).

بمدير الصكوك تختلف عن علاقة حامل السهم بإدارة الشركة، فحامل الصك وفقا للترتيبات الجاري العمل بها حاليا، ليس له الحق في تعيين إدارة الصكوك ولا عزلها، وإن كان له الحق في بيع صكه إلى الغير، تماما كما يحق لحامل السهم بيعه إلى الغير.

ويختلف الصك عن السند في أن الأخير حق على الشيوع في دين نقدي ربوي ، وبالتالي، فإن حامل السند يحصل على حصته من الفائدة أو الربا المدفوعة على السند. وبالتالي فإن حيازة السهم وتجارته حرام، لوقوع ربا القرض المحرم. أما الصك فهو حق على الشيوع في موجودات مستثمرة.

أهمية الصكوك

يتكون الهيكل المؤسسي لقطاع التمويل من أربعة مكونات رئيسة: البنوك والمؤسسات المالية، وأسواق النقد والمال، والأدوات المالية والنقدية، وسلطات الإشراف والرقابة. وتدخل الصكوك ضمن الأدوات المالية والنقدية. ويقوم قطاع التمويل على تخصيص الموارد المالية التي يجتذبها من أصحاب الأموال بين الاستخدامات المختلفة في الاقتصاد. وإذا تحققت الكفاءة في هذا القطاع، فإن الموارد المالية سوف تتوزع على أفضل الاستخدامات الممكنة، بحيث يتحقق تعظيم الإنتاج على نحو لا يتصور معه إمكانزيادة إنتاج الدولة عبر إعادة تخصيص الموارد، لأن تخصيص الموارد يكون قد وصل إلى مستواه الأمثل.

والصكوك أداة مالية ظهرت على أيدي علماء الاقتصاد الإسلامي، وليست أداة مولّدة. وبالتالي فإنه لا يجوز أن نحمّل هذه الأداة أوزار التمويل التقليدي، الأمر الذي يحولها من أداة مالية إسلامية إلى أداة مالية تقليدية. والغرض من وراء الصكوك هو جمع الأموال من أصحابها واستخدامها في الاستثمار. والمقصود بالاستثمار في حالة الصكوك هو اقتناء الموجودات المدرة للدخل، بسبب كونها موظفة في نوع من النشاط الاقتصادي. هذا الاقتناء يهيئ لقطاع الأعمال الحصول على الموجودات المطلوبة للنشاط بأقل تكلفة تمويل ممكنة، كما يهيئ لحملة الصكوك المشاركة في الدخل الناجم عن النشاط الاقتصادي.

ومن أمثلة ذلك، أن يتم إصدار صكوك تستخدم حصيلتها في اقتناء آلات وتأجيرها إلى مصنع إجارة منتهية بالتمليك، أو اقتناء طائرات وبيعها بثمن آجل إلى شركة طيران، أو اقتناء مباني والدخول بقيمتها في مشاركة مع شركة صناعية أو تجارية. والأمثلة في ذلك كثيرة.

ومن المهم من الناحية الشرعية أن نحدد المقاصد الشرعية من وراء إصدار الأدوات المالية بصفة عامة، والصكوك بصفة خاصة. ونلخصها فيما يلي[1]:

(١) ان تُعِين الأداة المالية على جمع الأموال من أصحابها، واستثمارها من قبل المتخصصين، بأقل التكاليف الممكنة وبأسهل الطرق المتاحة.

(٢) أن تهيئ لأصحاب الأموال فرصا لتوظيف أموالهم تحقق ما يلي:

٢,١. ارتفاع درجة الأمان إلى أقصى حد ممكن، وانخفاض المخاطر إلى أدنى حد ممكن.

٢,٢. ارتفاع العائد من التوظيف إلى أعلى حد ممكن.

٢,٣. إمكان تسييل المال واسترداده دون تأخير، وهذا ما يوصف بالسيولة.

(٣) أن توازن بين مصالح أصحاب الأموال ومصالح المستثمرين، بحيث لا تتيح لإحدى الفئتين استغلال الفئة الأخرى. ومن ذلك:

٣,١. أن تتاح الفرصة لأصحاب رؤوس الأموال الحصول على كافة المعلومات اللازمة عن طبيعة وإجراءات الاستثمار ونتائجه، لكي يتمكنوا من متابعة استخدام أموالهم بصورة مستمرة وفعالة.

٣,٢. أن تتاح الفرصة لأصحاب رؤوس الأموال لمحاسبة المستثمرين في حالة الإهمال والتقصير ومخالفة شروط العقد.

٣,٣. أن يتم إصدار وتداول الصكوك واستثمار حصيلتها بما يتفق مع أحكام الشريعة الغراء، وبما يحقق مقاصدها.

سوق الصكوك

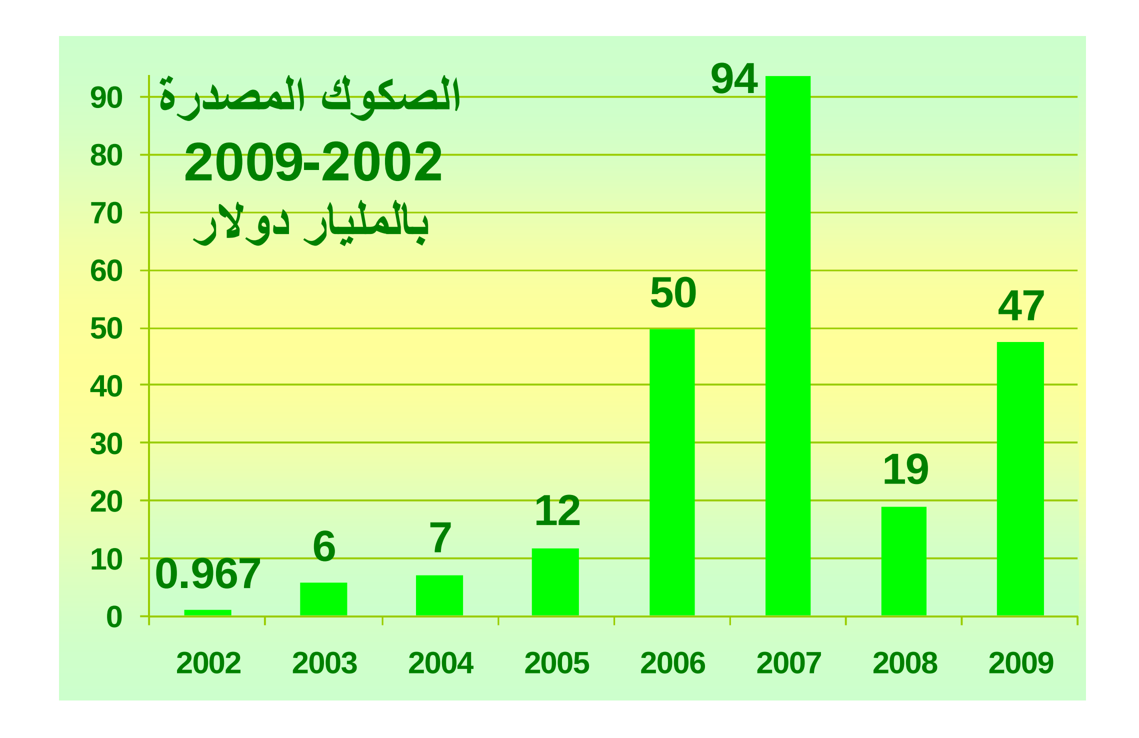
بدأ تاريخ الصكوك في ماليزيا عام ٢٠٠٢ حين تم إصدار ما يقارب المليار دولار منها. ونما حجم الصكوك المصدرة بمعدلات مرتفعة، حتى تجاوز ٩٤ مليار دولار عام ٢٠٠٧. وسادت توقعات متفائلة باستمرار نمو المعروض من الصكوك، شكل (١). ولكن في عام ٢٠٠٨ تسبب النقص العالمي في السيولة، نتيجة أزمة الديون العقارية الرديئة في العالم الغربي، وكذلك الخلاف بين الفقهاء حول الأساليب التي كانت تستخدم في تقديم ضمانات لحملة الصكوك، في انحسار النمو في إصدارها بدرجة كبيرة، حيث لم يتجاوز مجمل ما أصدر منها خلال ذلك العام ١٩ مليار دولار إلا بقليل. إلا أن السوق انتعشت كثيرا عام ٢٠٠٩، حيث وصل حجم الصكوك المصدرة إلى نحو ٤٧ مليار دولار.

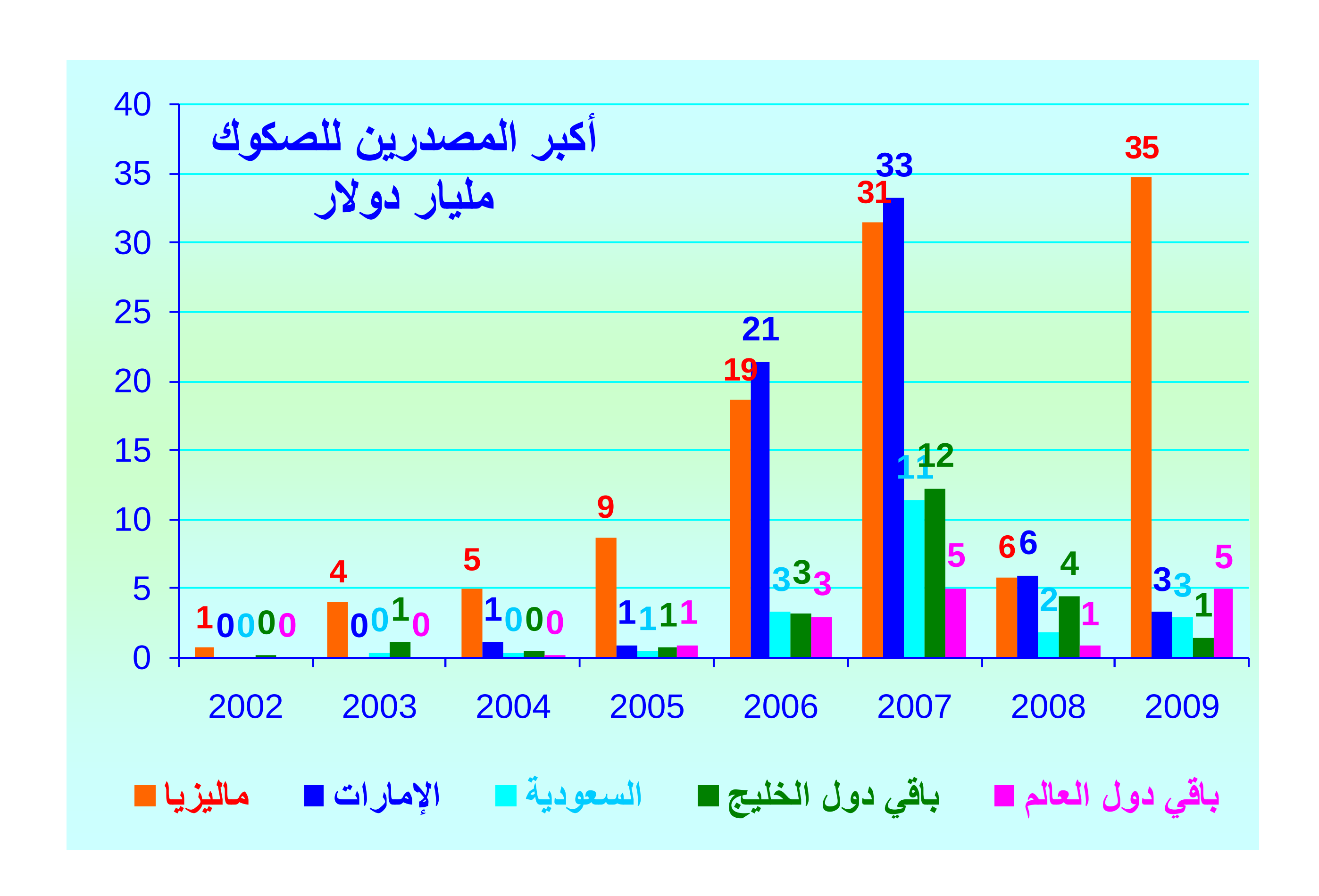
---

[1] عبد العظيم أبو زيد ومعبد الجارحي (٢٠٠٩).

واستمرت ماليزيا في الاحتفاظ بمركز المقدمة بين مصدري الصكوك حتى عام ٢٠٠٦. ولا شك أن الخبرة الماليزية وتطور قطاعها المالي قد ساعدها كثيرا في الحصول على قصب السبق في هذا المضمار، شكل (٢). إلا أن الصكوك الماليزية بدأت في الغالب مبنية على بيوع العينة المحرمة وبيع الدين. وقيل لتبرير ذلك حينئذٍ إن المذهب الشافعي يسمح ببيوع العينة. ولكن عندما تبين أن الصكوك الماليزية لم تستطع أن تحصل على قبول دولي في الدول الإسلامية، واقتصر تداولها على الأسواق المجاورة وأسواق الدول الغربية، بدأت ماليزيا بالإقلاع عن الاعتماد على بيوع العينة والديون. ومن المنتظر أن يتم استبعاد الصكوك المبنية على عقود محرمة بالتدريج.

وفي عام ٢٠٠٧، تمكنت الإمارات من الوصول إلى المقدمة وتفوقت على ماليزيا بفارق صغير. وجاءت السعودية بعد ماليزيا في الترتيب وبفارق كبير، شكل (٣). وفي عام ٢٠٠٨ بقيت الإمارات في الصدارة وقل الفارق بينها وبين ماليزيا، كما حلت الكويت محل السعودية في المركز الثالث، شكل (٤). ولكن في عام ٢٠٠٩ عادت ماليزيا إلى الصدارة، ودفعت مشاكل السيولة في الإمارات إلى تخلفها في الترتيب.




أكبر المصدرين للصكوك
مليار دولار
40
35
30
25
20
15
10
5
0
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
ماليزيا
الإمارات
السعودية
باقي دول الخليج
باقي دول العالم

الباب الثاني: آليات التصكيك

أولا: تصكيك الموجودات الحاضرة



يتعلق الأسلوب الأول لإصدار الصكوك بإعداد الموجودات الموظفة في الاستثمار أولا، ومن ثم إصدار صكوك بقيمتها. و تتضمن آليات التصكيك في هذه الحالة الخطوات التالية:

(١) تبدأ عملية إصدار الصكوك بتكوين الموجودات الصالحة للتصكيك، وهذا يتطلب شراء هذه الموجودات أو بنائها أو صناعتها إذا كانت أعيانا. كما يتطلب شراء منافع الموجودات (عن طريق استئجار الموجودات المتعلقة بها أو امتلاكها)، إذا كان التصكيك سوف يجري على المنافع. وفي حالة تصكيك الخدمات، لا بد من شراء تلك الخدمات بمواصفات معينة ولفترة محددة، تمهيدا لتصكيكها.

(٢) تجميع الموجودات في حزمة واحدة بغرض التصكيك يتطلب عناية خاصة، ذلك لأن الهدف من وراء التصكيك هو تقديم جملة موجودات تكون في مجموعها أفضل وأكثر جاذبية للمستثمر، من حيث المخاطر، مع عدم الإخلال بالعائد. وفي هذا الصدد، فإنه من الأخطاء الشائعة في التصكيك أن تجمع موجودات من نوع واحد في صك واحد، ومثال ذلك ما حدث في حالات الصكوك العقارية، التي تضم عقارات من نفس النوع، وفي نفس الموقع الجغرافي، وتتميز بنفس المخاطر. ومؤدى ذلك أن مخاطر الموجودات المصككة يرتبط بعضها ببعض، فتقل وتزيد معا وفي نفس الاتجاه. وبالتالي، فإن حامل الصكوك لن يجد خاصية تجذبه في تلك الصكوك، ولا بد من تعويضه بتقديم المزيد من الضمانات لتحسين المنظور المخاطري لمجموعة الموجودات. لذلك فمن الأفضل الحرص على الاستفادة ما أمكن من خاصية تنويع الموجودات، بما يجعل حزمة الموجودات المصككة أقل مخاطرة من أي من الموجودات على حدة.

(٣) الخطوة التالية هي أن يقوم مالك الموجودات باستثمارها، إذا لم تكن مستثمرة بداءة. ويكون استثمارها عن طريق تأجيرها أو المشاركة عليها في إطار مشروع مربح. على أن هذه الخطوة ليست ضرورية في هذه المرحلة، إذ من الممكن القيام بها جزئيا أو كليا في المرحلة التالية.

(٤) بعد ذلك يتم إنشاء هيئة ذات غرض خاص (أو هيئة خاصة اصطلاحا)، تكون مهامها:

٤,١. حماية حقوق حملة الصكوك،

٤,٢. إدارة الموجودات، واستثمار ما ليس مستثمرا منها.

٤,٣. تحصيل الدخل من أرباح وإيجارات وغيرها،

٤,٤. الحرص على أن تكون تكاليفها في اضيق الحدود،

٤,٥. توزيع صافي دخلها على حملة الصكوك تباعا،

٤,٦. تصفية الموجودات في نهاية مدة الصكوك، وتوزيع ناتج التصفية على حملة الصكوك.

(٥) توجد في هذه المرحلة حلقة مفقودة في غالب الصكوك، وهي العلاقة بين حملة الصكوك والهيئة الخاصة:

٥,١. فغالبا ما تبنى العلاقة بين حملة الصكوك والهيئة الخاصة على أساس عقد المضاربة، بمعنى أن حملة الصكوك هم أرباب الأموال والهيئة الخاصة هي

المضارب. وفي هذه الحال لا يتدخل حملة الصكوك في تفاصيل أعمال الهيئة، وإنما عليهم أن ينتظروا النتائج.

٥,٢. نظرا لأن الهيئة الخاصة ينشئها ويملكها في الغالب المالك الأصلي للموجودات المصككة، فمن المتوقع أن تحدد مهام الهيئة وصلاحياتها وقت إنشائها بما يتفق مع مصالحه التي قد تتعارض مع مصالح حملة الصكوك، وفي هذا تضارب بين مصالحهم وأغراض الهيئة الخاصة.

٥,٣. أن عقد المضاربة من عقود الأمانة، فهو يعتمد على أمانة المضارب ولا يحمّله المسئولية إلا في حالة إثبات الخطأ الجسيم أو مخالفة العقد. وهذا يصعب إثباته من قبل حملة الصكوك لقلة مالديهم من معلومات.

٥,٤. أن عقد المضاربة يخضع لعدم تماثل المعلومات بين حملة الصكوك والمضارب حول استخدام ممتلكات حملة الصكوك[١]، الأمر الذي يمكن أن تنجم عنه مخاطر النزوع السيئ[٢]. والتي تنطوي على استخدام الموجودات المصككة في غير ما خصصت له. ومن الملاحظ في هذا الصدد أن قدرة حملة الصكوك على المراقبة الدائمة للهيئة الخاصة محدودة للغاية، وبالتالي فإنه لا سبيل لديهم للتحوط ضد مخاطر النزوع السيئ.

٥,٥. كل ذلك يشير إلى أنه من الأفضل أن تبنى العلاقة بين حملة الصكوك والهيئة الخاصة على أساس المشاركة، حيث تنتفي ظاهرة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي تزول مخاطر النزوع السيئ.

(٦) بما أنه من الضروري التأكد من توافق الموجودات مع الشريعة من حيث النوع وعقود الاستخدام، فإنه لا بد من وجود هيئة شرعية تشرف على ضمان هذا التوافق، مع الأخذ في الاعتبار العناصر التالية:

٦,١. أن تتكون الهيئة الشرعية من عدد <u>فردي</u> من علماء الشريعة (أي الحائزين على شهادة الدكتوراة في الفقه من جامعات مرموقة، ولا سيما في فقه المعاملات المالية، مع خبرة بحثية وأكاديمية معتبرة في هذا المجال)[٣].

٦,٢. أن يعين مستشار اقتصادي للهيئة من حملة الدكتوراه في اقتصاديات النقد والمال من جامعة مرموقة مع خبرة أكاديمية وبحثية معتبرة في هذا المجال.

---

[1] Information asymmetry
[2] Moral hazard
[3] نقصد بالخبرة البحثية، أن يكون لدى المرشح لعضوية الهيئة أوراق علمية منشورة في دوريات محكّمة، وبالخبرة الأكاديمية، أن يكون المرشح قد قام بتدريس فرع تخصصه في جامعة مرموقة.

٦,٣. إذا تعددت العمليات التي تقوم بها الهيئة الخاصة وتنوعت، فلا مناص من أن يؤسس جهاز للتدقيق الشرعي يعمل تحت إشراف الهيئة الشرعية.

(٧) تقوم الهيئة الخاصة باستثمار ما ليس مستثمرا من الموجودات التي حولت إليها بغرض التصكيك، من خلال عقد من عقود الاستثمار والتمويل الإسلامي.

(٨) بعد اكتمال ربط الموجودات بالمستثمرين، يتم ترتيب هيكل الصكوك وعقودها، وفي الموازاة، يتم تقييم الجدارة الآئتمانية للصكوك بغرض تصنيفها،

٨,١. نظرا لأن الصكوك لا تمثل حقوقا في ديون، فإن الجدارة الائتمانية سوف تنصب على جوانب مختلفة عن حالة الديون منها:

٨,١,١. طبيعة الموجودات المصككة، ومدى استقرار أسعارها، والقدرة على استرداد قيمتها الإسمية دون خسارة.

٨,١,٢. قدرة المستثمرين للموجودات (بصيغ الإجارة أو المشاركة أو المضاربة مثلا) على الوفاء بالتزاماتهم، وعلى أداء مهامهم الاستثمارية على أكمل وجه.

٨,١,٣. قدرة حملة الصكوك على الاستحواذ على الموجودات والتصرف فيها، في حالة عجز المستثمرين عن الأداء.

٨,٢. يدخل أيضا في تصنيف الصكوك الجوانب العامة التي لها صلة بطبيعتها، مثل:

٨,٢,١. هيكل الصكوك، ومدى مطابقته للشريعة.

٨,٢,٢. مؤهلات أعضاء الهيئة الشرعية، وخبراتهم السابقة.

٨,٣. فإذا جاء التصنيف دون ما يسمح بتسويق الصكوك بأسعار عائد معينة، تعمد الهيئة الخاصة إلى تحسين التصنيف عن طريق:

٨,٣,١. تقديم ضمانات إضافية لحائزي الصكوك، كضمان طرف ثالث للأصل أو العائد أو كليهما.

٨,٣,١,١. إذا كانت الهيئة الخاصة سوف تقوم بتقديم الضمان، فيمكنها القيام بذلك عن طريق تقديم وعد بشراء موجودات الصكوك في نهاية أجلها، بسعر السوق وقت الشراء أو بالسعر العادل الذي يحدد بالتقييم وقت الشراء. ولكن الهيئة بصفتها مضاربا (أو شريكاً أو وكيلاً بالاستثمار) لا يجوز لها الوعد بشراء الموجودات بسعر يحدد سلفا. لأن ذلك ينطوي على ضمان يفسد المضاربة.

٨,٣,١,٢. إذا تم تقديم الضمان من طرف ثالث، يمكن أن يكون الوعد بشراء الموجودات بسعر يحدده الواعد (على نسق وعد الشراء في المرابحة).

٨,٣,١,٣. يمكن تحسين التصنيف الائتماني أيضا عن طريق تكوين احتياطي ضد مخاطر استثمار الموجودات. ويتم ذلك باحتجاز نسبة يتفق عليها مع حملة الصكوك في نهاية كل فترة، حتى يصل الاحتياطي إلى نسبة معينة من قيمة الأصول. ويبقى الاحتياطي ملكا لحملة الصكوك، يعود إليهم عند التصفية.

(٩) تقوم الهيئة الخاصة بترتيب ضمان الإصدار من خلال أحد بنوك الاستثمار (أو أحد البنوك الإسلامية).

(١٠) تقوم الهيئة بإعداد نشرة إصدار الصكوك التي تضم كافة العناصر والشروط المتعلقة بشرائها وتوزيع أرباحها وتصفيتها في نهاية الفترة. كما تضم قائمة بالموجودات المشمولة في ملكية حملة الصكوك.

(١١) تقوم الهيئة بإصدار صكوك متساوية القيمة، ويتم تسويقها.

(١٢) بعد إصدار الصكوك، تقوم الهيئة الخاصة بما يلي:

١٢,١. إدارة موجودات الصكوك:

١٢,٢. متابعة استخدام الموجودات وصيانتها والتأمين عليها.

١٢,٣. تلقي العوائد من المستثمرين (مدفوعات الإيجار والأرباح وغيرها)

١٢,٤. إصدار نشرة دورية لإعلام حملة الصكوك بكافة التطورات التي تطرأ على ممتلكاتهم.

١٢,٥. صرف الأرباح في مواعيدها لحملة الصكوك،

١٢,٦. التصفية في نهاية أجل الصكوك.

ثانيا: تصكيك موجودات في الذمة

يستخدم هذا الأسلوب عندما يكون هناك طلب لتمويل اقتناء موجودات معينة أو منافعها، ولا يكون لدى مؤسسات التمويل السيولة الكافية لتقديم التمويل اللازم. ويساعد هذا الأسلوب على جمع حجم كبير من الموارد من الجمهور واستخدامها في شراء الأصول وتقديمها للمستخدم الذي يطلبها.

مثال ذلك، أن تطلب شركة طيران من بنك إسلامي تمويل شراء عدد من الطائرات الحديثة غير الموجودة للبيع ولكن تصنعها شركة صناعة طائرات معينة. فتتقدم شركة

الطيران، وتعقد عقد إجارة في الذمة (إجارة أصل موصوف في الذمة) مع بنك إسلامي لاستئجار تلك الطائرات. حيث يقوم البنك بدور المؤجر وشركة الطيران بدور المستأجر. ويحدد العقد كافة المواصفات المطلوبة في الطائرات، وموعد التسليم، وأقساط الإيجار. وفي نهاية العقد، يتم تحويل ملكية الطائرات إلى الشركة بعقد هدية أو عقد بيع بثمن رمزي. ويبدأ سريان عقد الإجارة عند تسليم الأصل.

ويقوم البنك الإسلامي بتأسيس هيئة ذات غرض خاص ويحيل إليها عقد الإجارة في الذمة، بموافقة شركة الطيران. وتقوم الهيئة الخاصة بالدخول في عقد استصناع مع شركة صناعة الطائرات، تكون الشركة فيه بمثابة صانع الطائرات بنفس المواصفات ومواعيد التسليم المطلوبة، على أن يتم سداد السعر وفقا لمراحل إنتاج متفق عليها.

وفي هذه الحال، تتبع عملية التصكيك الخطوات التالية:

(١) يقوم البنك بالدخول في عقد إجارة أصل في الذمة مع شركة الطيران.

(٢) ينشئ البنك هيئة خاصة يحيل إليها عقد الإجارة، فتحل الهيئة محل البنك في كافة الحقوق والواجبات المتعلقة بالعقد.

(٣) تقوم الهيئة بالدخول في عقد استصناع مع شركة صناعة الطائرات لصناعة الطائرات المطلوبة بنفس المواصفات ومواعيد التسليم.

(٤) تقوم الهيئة بتحديد طبيعة الصكوك التي تنوي إصدارها من حيث الهيكل وكافة الشروط.

(٥) تعهد الهيئة إلى وكالة تصنيف لتحديد الجدارة الائتمانية للصكوك المزمع إصدارها. ومدى الحاجة إلى تحسينها عن طريق ضمان خاص أو تكوين احتياطي مقابل مخاطر الاستثمار.

(٦) تقوم الهيئة بإعداد نشرة الإصدار، بعد أن تعهد إلى مؤسسة متخصصة بضمان إصدار الصكوك.

(٧) تقوم الهيئة بإصدار الصكوك وتسويقها.

(٨) تقوم الهيئة بإدارة موجوات الصكوك، خاصة من حيث:

٨,١. متابعة سداد أقساط ثمن الاستصناع حسب مراحل الإنتاج المتفق عليها، بالاستعانة باستشاري تختاره بالاتفاق مع مؤجر الطائرات في الذمة، أو أن يكون لدى المستأجر ذاته الخبرة الفنية اللازمة فيتم توكيله في إصدار شهادات إتمام مراحل الإنتاج التي يتم الصرف بناء عليها.

٨,٢. استلام الطائرات وتسليمها لشركة الطيران.

٨,٣. ترتيب عمليات التأمين والصيانة بأنواعها.

٨,٤. تحصيل أقساط الإيجار في مواعيدها.

٨,٥. صرف صافي أرباح كل فترة لحاملي الصكوك.

٨,٦. تحويل ملكية الطائرات إلى شركة الطيران في نهاية عقد الإجارة.

٨,٧. تصفية الصكوك.

(٩) تثور مشكلة تضارب المصالح التي تتصل بالهيئة الخاصة، حيث إن الهيئة الخاصة تبدأ مملوكة للبنك. فإذا صدرت الصكوك بصيغة المضاربة، لم يكن لحملتها حق في الإدارة، وتصبح استثماراتهم معرضة لمخاطر النزوع السيئ. أما إذا صدرت بناء على عقد مشاركة، يصبح لحاملي الصكوك الحق في الإدارة، وبالتالي تنتفي تلك المخاطرة. وقد يكون من المناسب أن يدخل البنك شريكا مع حملة الصكوك في الموجودات التي تديرها الهيئة الخاصة.

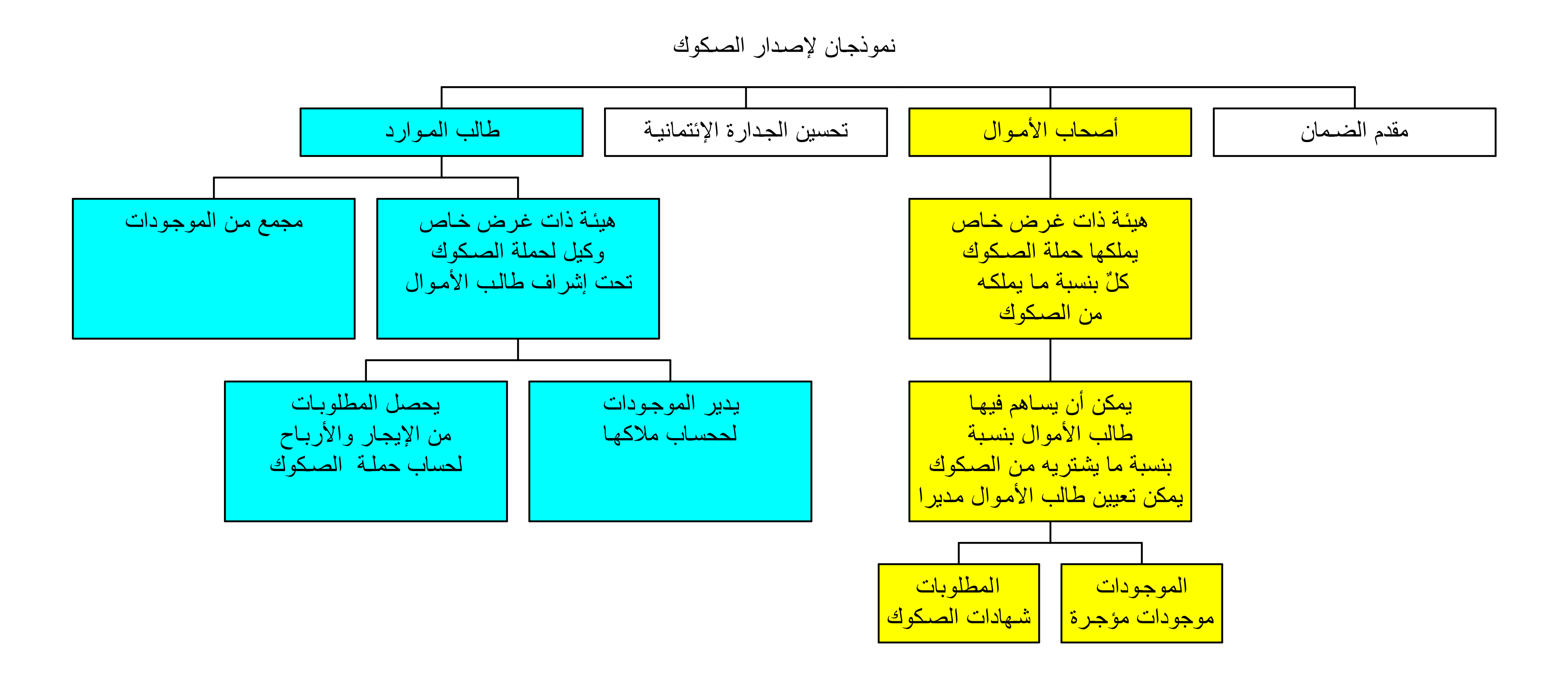
ثالثا: حوكمة هيكل الإصدار:

يتبين من ما سبق أن الآليات المستخدمة حاليا لإصدار الصكوك يعيبها تضارب المصالح بين طالب الأموال الذي يقوم بإصدار الصكوك من ناحية، وينشئ هيئة ذات غرض خاص يملكها ولكن من المفروض أن ترعى مصالح حملة الصكوك.

ولذلك، فإننا نعرض بديلا آخر لحوكمة عملية الإصدار، كما هو مبين في الشكل التالي، الذي يقارن بين المتبع حاليا، وهو قيام طالب الأموال بإنشاء هيئة ذات غرض خاص، تكون في الواقع ملكا له وتحت سيطرته، ثم يبيع لها مجمع الموجودات المؤجرة، ومن ثم يقوم بإدارة الموجودات لحساب حملة الصكوك، دون أن يكون لهم أدنى وسيلة للتأثير على أسلوب العمل بالهيئة الخاصة.

والبديل المقترح، أن يقوم طالب المال بإنشاء الهيئة الخاصة كشركة مساهمة، يكون رأسمالها قيمة الصكوك المصدرة، ويتملك حملة الصكوك حصصا على المشاع فيها بنسبة ما يحملونه من صكوك. ولا بأس أن يحتفظ طالب المال بنسبة من الصكوك، فتكون له حصة في رأسمال الهيئة. ومن الممكن في هذه الحال أن يعينه حملة الصكوك إن أرادوا مديرا للهيئة الخاصة، ولكنهم بصفتهم ممثلين سوف يقومون بمراقبة أعمال الهيئة ومحاسبة إدارتها كل فترة مالية.

نموذجان لإصدار الصكوك



الباب الثالث: تملك وتداول الصكوك

يحدث تملك الصكوك في حالتين: الأولى عند شرائها إما من مصدرها في مرحلة الإصدار، والثانية، عندما تشترى من حاملها الذي كان قد اشتراها من مصدرها أو من شخص آخر. وتعالج الحالة الأولى تحت عنوان تملك الصكوك. أما الحالة الثانية فينظر فيها تحت عنوان تداول الصكوك.

وعند إصدار الصكوك، تكون هناك علاقتان تعاقديتان. الأولى بين المشتري والمصدر، وهي علاقة مضاربة، يفوض فيها المشتري إدارة موجودات الصكوك بغرض تحقيق ربح. والثانية تحكم أسلوب استخدام حصيلة الصكوك في الاستثمار، وهي لا بد من أن تتم من خلال عقود شرعية صحيحة، فإذا تمت كذلك، جاز تملك الصكوك. والجدول التالي يبين العقود المستخدمة في استثمار حصيلة الصكوك وما يترتب عليها من أحكام في مجال تملك الصكوك.

جدول ١: أحكام تملك وتداول الصكوك بحسب العقود المستخدمة في استثمار الموجودات

عقد الاستثمار	حكم التملك	حكم التداول
المشاركة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المشاركة المتناقصة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المضاربة المطلقة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المضاربة المقيدة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
الوكالة المطلقة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
الوكالة المقيدة	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
المرابحة	جائز	غير جائز إلا من وقت شراء السلع إلى حين بيعها
البيع بثمن آجل	جائز	غير جائز إلا من وقت شراء السلع إلى حين بيعها
الإجارة التشغيلية	جائز	يجوز قبل إعادة إجارة الأعيان المستأجرة في صكوك ملكية منافع الأعيان المعينة، ولا يجوز في غير المعينة
الإجارة المنتهية بالتمليك	جائز	جائز مع بدء النشاط ومراعاة أحكام تمثيل الصكوك لموجودات قابلة للتداول
الاستصناع	جائز	جائز مع تحول النقود إلى أعيان، ولا يجوز إن دفعت حصيلة الصكوك ثمنا في استصناع مواز
السلم	جائز	غير جائز

أ. تداول الصكوك باعتبار ما تمثله من حقوق على المشاع لا أعيان معينة أو مقبوضة

تمثل الصكوك حقوقاً ملكية في موجوداتها على سبيل المشاع بين الشركاء حملة الصكوك، إذ لا تتعين حصة حامل الصك في موجودات الصكوك، وهي بالتالي غير مقبوضة منه. وعليه، فإن حامل الصك عندما يبيع صكه فإنه يبيعه مِلكاً غير معين ولا مقبوض.

لكن الفقهاء على جواز بيع الحصة الشائعة في الملك المشترك دونما حجة للفرز، ويعد القبض الجمعي للملك المشترك من قبل الشركاء كافياً لتحقق القبض الشرعي المشروط في البيع.[١] وقد نصت على ذلك مجلة الأحكام العدلية: "يصح بيع الحصة المعلومة الشائعة".[٢]

ب. أحكام الشفعة وبيع الصكوك:

أثبت الفقهاء الشفعة للشريك في الملك باتفاق. قال ابن المنذر: "أجمع أهل العلم على إثبات الشفعة للشريك الذي لم يقاسم فيما بيع".[٣] فتشترط موافقة الشريك عند بيعه حصته لأجنبي، لكن الشفعة من الحقوق التي يمكن التنازل عنها بعد حدوث سببها وهو الملك، فيملك الشريك أن يتنازل عن حقه بالشفعة بعد التملك، والعرف التجاري معتبر في هذا. وعليه، فإنه عند الاكتتاب للصكوك يُعلم لكل مكتتِب أن لشركائه من حملة الصكوك الحق في بيع حصصهم الممثلة في الصكوك للآخرين وأن العرف جار بذلك. ولهذا جاز لحملة الصكوك أو الأسهم البيع لأجنبي. فضلاً عن أن مجلة الأحكام العدلية قد نصت على عدم اشتراط إذن الشريك عن بيع الحصة المعلومة الشائعة "يصح بيع الحصة المعلومة الشائعة بدون إذن الشريك".[٤]

ج. تداول الصكوك

يجب التفريق كما تقدم بين تملك الصكوك عندما تُشترى من مصدرها في مرحلة الإصدار وبين تداولها عندما تشترى من حاملها؛ ففي الحالة الأولى قد يتم إصدار الصكوك مقابل موجودات معينة أو موصوفة بالذمة فتكون بذلك عملية الإصدار بيعاً لتلك الموجودات، وذلك جائز لأنها:

١. إن كانت مقابل أعيان، كانت بيعاً لتلك الأعيان بالنقد، وهذا جائز مع توافر أركان البيع.
٢. وإن كانت مقابل موجودات موصوفة بالذمة، كانت بيعاً لها بالنقد، وذلك جائز أيضاً.

---

1 حاشية الدسوقي ٤٤/٤، المغني لابن قدامة ٣٧٥/٥، مغني المحتاج ١٣/٢، بدائع الصنائع ١٨٧/٤.
2 المادة رقم ٢١٥ من مجلة الأحكام العدلية.
3 المغني لابن قدامة ١٧٨/٥
4 المادة ٢١٥ من مجلة الأحكام العدلية

أما إن كان الصكوك تصدر بغية استخدام حصيلتها في شراء أعيان مدرة للدخل مثلاً، لتكون ملكاً لحملة الصكوك، فإن عملية الإصدار لا تتضمن بيعاً حينئذ، فتبقى الصكوك المصدرة ممثلة للحصيلة المجمّعة، أي أنها تمثل نقوداً في هذه المرحلة.

أ. المقصود بتداول الصكوك:

يراد بتداول الصكوك بيعها في السوق الثانوية بعد شرائها من قبل المكتتبين. وهنا تفصيل:

١. تداول الصكوك التي أصدرت مقابل أعيان موجودة جائز، لأن هذه الصكوك تمثل تلك الأعيان، فيكون تداول الصكوك إعادة بيع لتلك الأعيان وهو جائز.

٢. تداول الصكوك التي أصدرت مقابل موجودات موصوفة بالذمة لا يجوز لاشتمال العملية على بيع ما لم يقبض كما سيأتي تفصيله في حكم تداول صكوك السلم.

٣. تداول الصكوك التي لم تستخدم حصيلتها في شراء أعيان بعد، غير جائز لأن الصكوك في هذه المرحلة ما زالت تمثل نقوداً فيكون بيعها بيعا للنقود، إلا أن تتحقق شروط بيع النقود ببعضها من التقابض وتساوي سعر البيع مع القيمة الاسمية للصك فيجوز.

٤. بعد البدء في إدارة موجودات الصكوك من خلال شراء موجودات جديدة يجوز تداول الصكوك. ويراعى في هذه الحال أن تكوين الموجودات المملوكة لحملة الصكوك قد يتغير بين الأعيان والديون والنقود، وسيأتي تفصيله.

٥. عند تصفية الصكوك، يقوم مديرها ببيع كافة الأعيان، وسداد المستحقات من الديون، وتحصيل ما يستحقه حاملو الصكوك من الديون، وتتحول كافة الذمم إلى نقود. في هذه الحال لا يجوز تداول الصكوك إلا بمبلغ يساوي حصته المتبقية من النقود.

ب. تداول الصكوك التي تشتمل موجوداتها على نقود أو ديون

ما نراه راجحاً في هذه المسألة جواز بيع الدين إلى الغير مع انتفاء الربا إذا انتفى الغرر بأن كان المدين معروفاً بملاءته وحرصه على سمعته التجارية، أو إذا كفله من كان شأنه كذلك، لأنه عندئذ يكون قبض الدين في حكم المتيقن الوقوع، وينتفي الغرر[1].

---

[1] يخضع بيع النقد أو الديون لأحكام معروفة في الفقه الإسلامي يراد منها اجتناب الوقوع في ربا الفضل أو النسيئة، فيشترط التساوي في القدر والحلول في الأجل عند بيع النقود أو الديون تحرزاً عن الربا. وينضم الغرر إلى الربا سبباً لمنع بيع الديون إلى غير المدين عند جمهور الفقهاء، ووجه تحقق الغرر هو عدم تحقق القدرة على تسليم المبيع، فقد ينكر المدين الدين أو يعجز عن سداده، فيكون في بيع الدين غرر مفسده له، وهو الغرر الذي منه لأجله بيع الشيء قبل قبضه.

وبمقابل قول جمهور الفقهاء فقد ذهب إلى صحة بيع الدين إلى غير من عليه الدين مع انتفاء الربا الشافعية في قول ولكن بشروط تنفي الغرر، وهي أن يكون المديون مليئاً ومقراً بالدين، وأن يكون الدين حالاً ومستقراً، والدين غير المستقر هو كالصداق قبل الدخول أو دين الكتابة، فإنهما دينان على خطر عدم الثبوت في الذمة، فقد تقع الفرقة في المثال الأول فلا

وبناء على هذا الرأي، يمكن القول بانتفاء الغرر في بيع الصكوك المشتملة على الديون نظراً لتوثيق الديون في الغالب وأخذ ضمانات السداد الكافية؛ لكن يبقى الأمر الأهم، وهو قضية الربا إن كان متحققاً.

ج. تداول الصكوك وربا البيوع:

قد تشتمل موجودات الصكوك حين بداية التصكيك على نقود أو ديون، كما هو الحال حين تصكيك شركة بكل موجوداتها من أصول ونقود وديون، والنقود والديون أموال خاضعة لأحكام ربا البيوع، فيشترط تساويها حين بيعها بجنسها، كما يشترط التقابض في البدلين. وهنا ثمة اجتهادات معاصرة في المسألة، فأجيزَ تداول هذه الصكوك على الرغم مما قد تتضمنه من ديون أو نقود دونما ضرورة لمراعاة قضية التساوي أو التقابض إذا قلت نسبة هذه الأموال الخاضعة لأحكام ربا البيوع عن نسبة معينة. فقرر مجمع الفقه الإسلامي في قراره رقم ٣٠ (٤/٥) بشأن صكوك المضاربة وصكوك الاستثمار أن العبرة بالغالب؛ فإن كان غالب موجودات الصكوك نقوداً أو ديوناً أو مجموعهما لم يجز تداول الصكوك. وكان لهيئة معايير المحاسبة والمراقبة في البحرين رأي بتحديد تلك النسبة بـ ٣٠٪ ليسمح بتداول الصكوك إذا لم تزد نسبة النقود أو الديون عن ٧٠٪. وحددت هذه النسبة بـ ١٠٪ فقط وفقاً لبعض المعايير، كمعيار سوق دبي المالي، ليُسمح بتداول الصكوك ما دامت الموجودات القابلة للتداول قد بلغت١٠٪ كحد أدنى[1]. وحددت هذه النسبة كدليل على بدأ عملية اقتناء الموجودات الموصوفة في الذمة.

وهذه الاجتهادات مستندة بالجملة إلى ما ذهب إليه مجمع الفقه الدولي (قرار رقم ٨٤ بشأن تجارة الذهب والحلول الشرعية لاجتماع الصرف والحوالة) على جواز مبادلة مقدار من ذهب بمقدار آخر أقل منه مضمومٌ إليه جنس آخر؛ ووجَّه الجواز بجعل الزيادة في أحد العوضين مقابلة

يثبت من الصداق إلا نصفه؛ وقد يعجز المدين عن أداء دين الكتابة، فلا يكون دينٌ. ، وزاد بعضهم شرطاً آخر وهو: أن يتم قبض العوضين في المجلس، ليتقين انتفاء الغرر. وقيل باعتماد هذا الشرط في المذهب (كشاف القناع للبهوتي:٣٠٧/٣، مغني المحتاج للشربيني:٧١/٢). وأجاز الحنفية هذا البيع إذا سلَّط بائع الدين مشتريه على قبض الدين، فيكون المشتري قابضاً للموكل البائع ثم لنفسه (حاشية ابن عابدين: ١٦٠/٤).

والمالكية هم من يقول بحل ببيع الدين (غير الطعام) لغير المدين ولا يشترطون حلوله، ولكن بشروط تخفف الغرر، وهي: أن يكون المدين حاضراً في البلد وإن لم يحضر مجلس البيع، وذلك ليعلم حاله من فقر أو غنى؛ وأن يقر المدين بالدين. وزاد بعضهم: أن لا يقصد الدائن البائع ببيعه الدين الإضرار بالمدين، كأن يبيع الدين لمن تعرف عنه الغلظة في الاستيفاء، قصداً للإضرار بالمدين (مواهب الجليل للحطاب:٣٦٨/٤، حاشية الدسوقي: ٦٣/٣). عبد العظيم أبو زيد ومعبد الجارحي (٢٠٠٩).

[1] في هذه القضية تفصيل، يرجع فيه إلى عبد العظيم أبو زيد ومعبد الجارحي (٢٠٠٩).

بالجنس الآخر في العوض الثاني. وهذا القرار مستند في الحقيقة إلى قول الحنفية، لكن الحنفية قيدوا الجواز بأن لا يكون الغرض من هذا الضمّ والخلط التحايل على الربا.[1]

وتطبيقاً لما تقدم على الصكوك:

(١) لو تحولت موجودات الصكوك في مرحلة ما إلى نقود، فيمكن استناداً إلى اجتهاد المجمع الفقهيأن نقول بالجواز وندرأ وقوع ربا الفضل، .[2]

(٢) لو أدخلت النقود في الصكوك لغرض تسويغ الاتجار بهما، فذلك ممنوع، لأن الحنفية، وهم من إلى رأيهم استند قرار المجمع الفقهي، لم يجيزوا الخلط إن كان القصد التحيّل.

(٣) التخريج الوحيد المحتمل لتسويغ ذلك هي في معاملة الصك جميعاً معاملة المال غير الربوي، حتى يمكن بيعه، وقد اشتمل على الديون، بالنقد أو حتى بالدين لا فرق في ذلك. والأمر المهم هنا هو الخروج بالأصل أو المعيار الذي يمكن على أساسه أن نحكم على الصكوك باعتبار موجوداتها القابلة للتدوال، ونغض النظر عن موجوداتها غير القابلة للتداول من الديون[3].

المعايرة تجنباً للوقوع في ربا النسيئة:

أ. معيار الثلث

باستقراء المعايير ذات الصلة بالمسألة نجد أن بعض المعايير الشرعية معيار الثلث في كثير من المسائل، فهل هو معيار صحيح، وهل يمكن اعتماده في مسألتنا؟

عمدة أدلة من قال بمعيارية الثلث بشكل حديث سعد بن أبي وقاص رضي الله تعالى عنه قال: "قلت يا رسول الله، أنا ذو مال، ولا يرثني إلا ابنة لي واحدة؛ أفأتصدق بثلثي مالي؟ قال: لا. قلت: أفأتصدق بشطره؟ قال: لا. قلت: أفأتصدق بثلثه؟ قال: الثلث، **والثلث كثير**، إنك إن تذر ورثتك أغنياء خير من أن تذرهم عالة يتكففون الناس" متفق عليه[4]

والاستدلال بالحديث على معيارية الثلث لا يستقيم، فأقصى ما في الحديث من دلالة أن الثلث كثير في مجال التبرعات التي منها الوصية، فالشريعة مثلاً لم تحدد زكاةً بأكثر من

---

[1] قرار مجلس مجمع الفقه الإسلامي المنعقد في دورة مؤتمره التاسع بأبي ظبي بدولة الإمارات العربية المتحدة من ١- ٦ ذي القعدة ١٤١٥هـ الموافق ١- ٦ نيسان (أبريل) ١٩٩٥م.

[2] حاشية ابن عابدين: ٢٣٩/٤ ؛ فتح القدير لابن الهمام: ٢٧١/٦.

[3] عبد العظيم أبو زيد ومعبد الجارحي (٢٠٠٩).

[4] الحديث أخرجه البخاري ١٠٠٦/٣، باب أن يترك ورثته أغنياء خير من أن يتكففوا الناس، رقم ٢٥٩١، ومسلم ١٢٥٠/٣، باب الوصية بالثلث، رقم ١٦٢٨.

عشرة بالمئة. فمن غير المستساغ إذن أن بعض المعايير الشرعية عممت الاستدلال بهذا الحديث في مواطن كثيرة منها مسألتنا، فجعلت بذلك الثلثَ كثيراً على نحو يؤدي إلى القول بعدّه كثيراً في مقابلة الثلثين الباقيين من جنسه![١]

ب. معيار الغلبة:

إن كان من اجتهاد في المسألة مقبول، فهو تحديد المعيار باعتبار الغلبة (أكثر من ٥٠٪)، وهو المعيار الذي أخذ به مجمع الفقه الإسلامي. وعليه، تعامل موجودات الصكوك غير القابلة للتداول معاملة القابلة للتداول إن كانت الأخيرة هي الغالبة وذات النسبة الأعلى؛ فيمكن تداول هذه النوعية من الصكوك ذات الموجودات المختلطة حينئذ، ولا سيما أننا نجد للغلبة اعتباراً في بعض المسائل المتعلقة بالأموال الربوية عند الفقهاء، لكن على النحو الذي لا يؤدي إلى تسويغ محرم[٢]. هذا بشرط أن تقوم الحاجة إلى ذلك؛ أما أن تدخل الموجودات غير القابلة للتداول من الديون في حصيلة الصكوك قصداً بغية تسويغ الاتجار بها، فهذا لا يقبل، لحصول التحيل حينئذ على المحرم.

وهذا القول باعتماد معيار الغلبة في موجودات الصكوك ينبغي أن يقيّد بأن تكون الحاجة قائمة إلى ذلك، بأن تشترى وتصكك شركة ما مثلاً بكل موجوداتها المشتملة على النقود والديون[٣]، أو أن يتحول جزء من موجودات الصكوك في زمن ما بعد إصدار الصكوك إلى نقود أو ديون. وقيام الحاجة من عدم قيامها أمر يقرره الاقتصاديون والمختصون.

لكن إن كان يتعذر عملياً في بعض أنواع الصكوك المحافظة على كون موجودات الصكوك من الأعيان هي الغالبة طيلة فترة قيام الصكوك، لكثرة تحول الأعيان إلى ديون ونقود خلال فترة الاستثمار من جراء عمليات البيع التي لا يمكن تقييد حجمها أو جدولتها زمنياً، فلعله يمكن اغتفار تداول الصكوك حينئذ وإن نزلت نسبة ما تمثله من الأعيان عن النصف باعتبار كون ذلك أمر طارئاً وعرضياً ومؤقتاً.

أما أن يكون الغرض من التصكيك أصلاً تسويغ الاتجار بالديون، ، فهذا تحيّل ممنوع، وكذا إن تم إدخال ديون (ديون مرابحة مثلاً) قصداً إلى موجودات يراد تصكيكها، لتسويغ بيعها مثلاً إلى حملة الصكوك بحسم، ليبيعوها لاحقاً بسعر أعلى أو ليحصلوا لاحقاً على القيمة

---

1 عبد العظيم أبو زيد ومعبد الجارحي (٢٠٠٩)..

٢ حاشية الدسوقي:٤٧/٣ ، مواهب الجليل للحطاب:٣٤٦/٤، حاشية الشرقاوي: ٧٨/٣ ، حاشية البجيرمي: ١٦/٣ ، مغني المحتاج للشربيني: ٢٢/٢

3 إلى هذا ذهبت المعايير الشرعية لهيئة المحاسبة والمراجعة.

الاسمية للديون عند إطفاء الصكوك، فلا يجوز كذلك، لأنه تحيل يخرق ويناقض غاية ومقصد المنع من بيع الدين.

تداول الصكوك التي تشتمل موجوداتها على قروض ربوية

تقدم أن الصكوك أداة مالية ظهرت على أيدي علماء الاقتصاد الإسلامي، وليست أداة مولّدة، أريد بها تلبية حاجات التمويل للمؤسسات، وإيجاد فرصة جديدة للأفراد للاستثمار. وعليه.

وعليه، فإنه ما ينبغي أن تعامل الصكوك معاملة الأسهم من حيث اغتفار انطواء السهم على حصة من القروض الربوية بحسب بعض المعايير بداعي تشابه الصك بالسهم، بل الصك يختلف عن السهم اختلافاً بيناً من هذا ا لاعتبار، فالأول من حيث النظر منتج إسلامي، والآخر منتج قائم صير إلى تنقيته باعتماد معايير شرعية اجتهادية، اغتفر بعضها وجود ديون ربوية في أصول الشركة التي تُتداول أسهمها بداعي ما تقدم من الحاجة إلى التساهل عند أسلمة الأدوات التمويلية التقليدية. وبقطع النظر عن سلامة هذا التخريج، فإن الصكوك منتج لم يؤسس على أساس آخر تقليدي، ليقال فيه ما يقال في السهم من مبررات.

تداول صكوك السلم

تنشأ صكوك السلم بإحدى طريقتين:

- أن تصدر الصكوك بنية استخدام حصيلتها في شراء بضاعة سلماً.
- أن يكون مصدر الصكوك هو البائع في السلم (المسلم إليه).

وفي كلا الحالتين، فإن صكوك السلم تمثل المسلم فيه المبيع بعد توقيع عقد السلم، والمسلم غير مقبوض، فيكون في تداول صكوك السلم بيع غرر، وهو ممنوع، لأنه بيع مالم يُقبض، وقد يتعذر على المسلم إليه تسليم المسلم فيه إلى رب السلم لانقطاعه من الأسواق أو إفلاس البائع ونحو ذلك من الأسباب. وعليه يكون تداول صكوك السلم قبل قبض المسلم فيه ممنوعاً؛ أما بعد قبضه فيجوز تداول صكوك السلم من حين القبض إلى أن تباع بالنقود الحالة أو المؤجلة، لأن الصكوك حينئذ لا تمثل نقداً أو ديناً، فيكون تداولها غير جائز، كما هو الحال في صكوك المرابحة والاستصناع مثلاً بعد بيع السلع .

لكن ابن تيمية[١] وتلميذه ابن القيم[٢] أجازا بيع المسلم فيه قبل قبضه للمسلم إليه ولغيره، وقيدا جواز بيعه للمسلم إليه بشروط تتعلق بالثمن خروجاً عن العينة والتحايل على الربا.

ولما كان المالكية يجيزون بيع ما سوى الطعام قبل قبضه[٣]، فإنهم أجازوا أيضاً بيع المسلم فيه للمسلم إليه ولغير المسلم إليه إذا لم يكن طعاماً بشرط أن يكون الثمن حالّاً، تجنباً لوقوع بيع الكالئ بالكالئ، أي المؤجل بالمؤجل. لكن قيدوا جواز بيعه للمسلم فيه بشروط الغرض منها كذلك تجنب التحايل على الربا[٤].

ولذلك فإن حكم جواز تداول صكوك السلم يعتمد على ما يراه الاقتصاديون من مآلات التجويز، خاصة في مجال الآثار الاقتصادية التي قد تنجم عن احتمال وقوع المضاربات على السلع الأساسية والأقوات.

وغاية ذلك أنه لا بأس بإصدار صكوك يتملك حملتها بضاعة السلم، ويجوز تداولها، مع الحذرمن أن يستخدم السلم كوسيلة للمقامرة على أسعار السلع في الأسواق، حتى لا يتضرر الاقتصاد من جراء المتاجرات المؤدية إلى عدم استقرار الأسواق.

---

1 قال ابن تيمية: "بيع دين السلم من بائعه ليس فيه محذور أصلاً كما في بيعه من غير بائعه،" مجموع فتاوى ابن تيمية، الجزء ٢٩، باب السلم.

2 قال ابن القيم في إعلام الموقعين: "والدين في الذمة يقوم مقام العين، ولهذا تصح المعاوضة عليه من الغريم وغيره وتجب عليه زكاته إذا تمكن من قبضه،" إعلام الموقعين لابن قيم الجوزية ٣/٤.

3 بداية المجتهد لابن رشد الحفيد٢/١٠٨.

4 قال ابن رشد (الحفيد):"وأما بيع دين السلم من غير المسلم إليه فيجوز بكل شيء يجوز التبايع به، ما لم يكن طعاماً، لأنه يدخله بيع الطعام قبل قبضه،" بداية المجتهد لابن رشد ٢/١٥٥.[4] وقال ابن جزي: "يجوز بيع العرض المسلم فيه قبل قبضه من بائعه بمثل ثمنه أو أقل لا أكثر، لأنه يتهم في الأكثر بسلف جر منفعة **ويجوز من غير بائعه بالمثل وأقل وأكثر يداً بيد، ولا يجوز بالتأخير للغرر لأنه انتقال من ذمة إلى ذمة،**" القوانين الفقهية ١/١٧٨.

الباب الثالث: الضمانات المقدمة لحملة الصكوك

لما تحولت الصكوك من أدوات للاستثمار الحقيقي إلى أدوات للتمويل، تماماً كما تحولت عقود المشاركات والمضاربات في المؤسسات المالية الإسلامية إلى عقود تمويلية، فإنها تسببت في إثارة قضايا وشبهات حول مشروعيتها وآلية عملها من حيث ضمان الأصل والعائد، نستعرضها فيما يلي:

أ. تضمين مدير الصكوك على أساس دراسة الجدوى المقدمة:

ظهرت اجتهادات معاصرة بتضمين مدير الصكوك، سواء كان شريكاً أو مضارباً أو وكيلاً بالاستثمار، لقيمة الصكوك الاسمية، أي رأسمال المستثمرين حملة الصكوك، أو عائدها، على أساس دراسة الجدوى المقدمة. أي أن يكون مدير الصكوك قد قدم دراسة اقتصادية عن جدوى المشروع الاستثماري، دل فيها على نجاح المشروع وربحيته، ثم ادعى لاحقاً وقوع الخسارة، ولم يثبت أن الخسارة خرجت عن كل التوقعات بحيث لا ينسب إليه شيء من الخطأ.

واستند لهذا الاجتهاد بأن الخسارة في الحالة المذكورة تدل على وقوع تغرير من هذا المدير بالمستثمرين، والتغرير يوجب الضمان "التغرير بالقول كالتغرير بالفعل يوجب الضمان". كما استُدل بالحديث "على اليد ما أخذت حتى تؤديه"[1]، وبأن مدير الاستثمار مدع للخسارة، والأصل صحة دراسة الجدوى المقدمة، فبوقوع الخسارة يتمسك المدير بخلاف الأصل فيطالب بالبينة على أن الخسارة لم تكن عن خطأ منه؛ وإن عجز عن ذلك، حكم بتضمينه.

وبالنظر في مسوغات هذه الاجتهادات، وظروف الاستثمار العامة وآلياته في عصرنا، نرى أن هذا الاجتهاد يمكن قبوله إن قيّد ببعض الشروط. ومؤداه أن تكون يد مدير الصكوك المال يد أمانة فلا يضمن المال في حال الخسارة إلا أن يعجز عن إثبات عدم تقصيره في حفظه أو استثماره. وهذا تعديل طفيف لقول الفقهاء في يد المضارب ونحوه، فهم قد عدُّوه أميناً، لكن لم يكلفوه عبء إثبات عدم تقصيره أو إهماله أو مخالفته لشروط العقد حتى يقال بتضمينه، بل عدوه سالماً من ذلك حتى يثبت رب المال العكس. أما الرأي الذي نراه أنسب لمقتضيات عصرنا، فهو أن نكلف المباشر لعملية استثمار المال من مضارب ونحوه عبء إثبات عدم مسؤوليته في حال تحقق الخسارة، فيكون مسؤولاً عنها حتى يثبت عدم قيام ما يوجب تضمينه شرعاً من إهمال أو تقصير أو مخالفة شروط. أي أن الرأي الجديد يختلف عن المعروف فقهاً في تحديد المطالب

---

[1] الحديث رواه أحمد والنسائي وابن ماجة والحاكم من حديث الحسن عن سمرة مرفوعا، ورواه أبو داود والترمذي بلفظ "...حتى تؤدي"

بالبينة، فهو في الفقه رب المال، وهو بحسب الرأي الجديد المباشر للاستثمار، أو ما يسمى بمدير الاستثمار.

وهذا الرأي له وجاهته، ولا سيما أن مدير الاستثمار هو مدع لمّا ادعى بداية جدوى المشروع وربحيته، ودَعم ذلك بدراسة مفصلة تؤيد دعواه. والأمر الآخر أن ظروف الاستثمار في أيامنا تختلف عن سابقتها، فقد يكون رب المال مصرفاً إسلامياً، أو مؤسسة إسلامية تستثمر أموال الآلاف من العملاء، فلا يسعها أن تعرّض أموال هؤلاء للخطر ولا سيما مع كثرة المحتالين، وضعف الرادع الديني والذمم المالية للناس في أيامنا.

ومن اعتبار آخر، فإن إقرار مثل هذه الصيغة من صيغ الاستثمار، يشجع المؤسسات المالية الإسلامية على الدخول في مجال الاستثمار الحقيقي بالمضاربة والمشاركة، والحد من الركون إلى التمويل المالي بطريق البيع الشكلي للسلع، والذي قد لا يختلف في جوهره الاقتصادي عن التمويل التقليدي.

لكن هذا الرأي من تحميل مدير الاستثمار مسؤولية رأس المال حتى يثبت العكس ينبغي تقييده بشروط هي الآتية:

- أن لا يكون مدير الاستثمار قد نصّ بدايةً على عدم مسؤوليته على إثبات براءته من الخسارة الواقعة، وأقرّه على ذلك رب المال.
- أن ينصّ الاتفاق أو العقد بين الطرفين على تحديد مسببات الخسارة التي لا يكون بوقوعها مدير الاستثمار مسؤولاً عن رأس المال، مثل وقوع الأزمات المالية، والكوارث ونحو ذلك.
- أن يُحتكم إلى محكّم خارجي مستقل يتمتع بالخبرة الشرعية والتجارية اللازمة للحكم في هذه المسائل، لتقرير مسؤولية مدير الاستثمار من عدمها.
- أن يقتصر تضمينه، في حال عجزه عن تبرئة نفسه وتحميله مسؤولية الخسارة التي وقعت حقيقة وأضرت بكل الأطراف، على رأس المال، ولا يتجاوز بذلك إلى الربح، لأن هذا الحكم على خلاف القياس لاعتبارات تقدمت، فلا يتوسع فيه.
- ألا يسبقَ تعدي مدير الصكوك أو تقصيره أو مخالفته للشروط إن وقع شيء من ذلك وكان هو سبب التضمين، طروءُ ما لا يمكن أن يعدّ هو مسؤولاً عنه، كهبوط مفاجئ في القيمة السوقية للموجودات، فهنا لا يمكن أن نضمنه رأس المال كاملاً، أي القيمة الاسمية للصكوك، لأن القيمة الاسمية للصكوك في هذه الحالة هي أعلى من قيمة الموجودات التي يضمنها مدير الصكوك . فالواجب أن يضمَّن مدير الصوك في هذه الحالة القيمة السوقية

لموجودات الصكوك عند وقوع التعدي أو التقصي، لا أن يضمَّن رأس المال كاملاً عبر ضمانه للقيمة الاسمية للصكوك، فهذا يتجاوز تحميله مسؤولية التعدي والتقصير ومخالفة الشروط.

ب. التعهد بشراء موجودات الصكوك

يقدم مدير الصكوك على اختلاف أنواعها أو مُصدِرها تعهداً بشراء موجودات الصكوك، ويجري التعهد بالشراء بإحدى القيم الآتية:

- القيمة السوقية لموجودات الصكوك
- القيمة العادلة، أي بتقدير الخبراء لقيمة هذه الموجوادت
- بسعر يُتفق عليه وقت تنفيذ الشراء لا قبل
- القيمة الاسمية
- بسعر يحدده الواعد عند الوعد

ويلاحظ عدم تحقق الضمان في التعهد بالشراء بالقيمة السوقية، أو القيمة العادلة، وكذلك الحال في التعهد بالشراء بالسعر المتفق عليه وقت تنفيذ الشراء ما دام سعراً يخضع حقيقة لرضا الطرفين واتفاقهما؛ وذلك لأن الثمن في كل من الحالات الثلاثة السابقة قد يكون أنقص بكثير من القيمة الاسمية، مما ينافي ضمان رأس المال.

أما عندما يكون التعهد بسعر متفق عليه سلفاً، أو بالقيمة الاسمية، وإن لم تتحقق أحد المسوغات الشرعية للتضمين، فهذا يعني حصول الضمان الممنوع حقيقة، لأنه في الحالة الأولى يضمن مصدر الصكوك أو مديرها قيمة معينة لحملة الصكوك، قد تكون أقل من القيمة الاسمية، أو مساوية، أو أقل، وفي كل هذا ضمان. وكذا في حالة التعهد بالشراء بالقيمة السوقية، يصبح رأس المال كلّه مضموناً.

والحقيقة أن عدم فاعلية هذا التعهد في حال تلف موجودات الصكوك أو فقدها إن وقع، على ندرته، لا ينافي وقوع الضمان الممنوع، لأن مجرد صدور هذا التعهد بحد ذاته ممنوع، إذ يخالف أحكام المضاربة أو الشراكة أو الوكالة بالاستثمار التي تحكم علاقة مدير الصكوك بحامليها.

أما إن كان الضمان صادراً من طرف ثالث مستقل تمام الاستقلال عن طرفي الصكوك بحيث يمكن تكييفه بأنه متبرع بدون مقابل، فهو جائز، لأن هذا الضمان لا يعدو كونه من

التبرعات، شريطة استقلال هذا الوعد بالتبرع عن العقد الذي يحكم العلاقة بين طرفي الصكوك، كما نص على ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي رقم ٣٠ (٤/٥) بشأن صكوك المضاربة وصكوك الاستثمار.

ج. التعهد بشراء موجودات الصكوك ببقية أقساط الإجارة المتبقية في صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك:

ذهبت بعض الفتاوى الشرعية المالية (هيئة المعايير الشرعية بالبحرين) إلى جواز أن يتعهد مدير الصكوك التي تقتصر على أصول مؤجرة بشراء تلك الأصول عند إطفائها بباقي أقساط الأجرة لجميع الأصول، باعتبارها تمثل صافي قيمتها.[1]

ونرى أن هذا غير جائز، لأن هذه الفتوى يتصور منها حالتان: الحالة الأولى أن يكون مدير الصكوك هو نفسه بائع الأصول أولاً ثم المستأجر لها إجارة منتهية بالتمليك؛ والحالة الثانية أن يكون بائع الأصول المؤجرة ثم المستأجر لها إجارة منتهية بالتمليك جهة أخرى مستقلة تماماً عن مدير الصكوك.

وفي الحالة الأولى يتحقق فيه الضمان الممنوع لرأس المال فضلاً عن الربح؛ فمدير الصكوك البائع للأصول يتعهد هنا بأنه في حال نقضه لعقد الإجارة لسبب ما بدفع باقي أقساط الأجرة، وفي هذا ضمان. هذا فضلاً عن عدم مشروعية أن يستأجر البائع ما باعة إجارة منتهية بالتمليك كما سيأتي لاحقاً. أما في الحالة الثانية، فيتحقق ضمان رأس المال والربح كذلك لحملة الصكوك من طرف غير مستقل، وهو مدير الصكوك. وقد تكون قيمة الأصول المؤجرة أقل من مجموع الأقساط الباقية للإجارة المنتهية بالتمليك، وقد يفسخ المستأجر عقد الإجارة المنتهية بالتمليك بعد فترة وجيزة من بداية الإجارة، فتعظم الخسارة على مدير الصكوك الضامن.

د. - تعهد المستأجر في صكوك الإجارة بشراء الأصول عند الإطفاء بقيمتها الاسمية

أُجيز في بعض المعايير الشرعية للمستأجر التعهد في صكوك الإجارة بشراء الأصول المؤجرة عند إطفاء الصكوك بقيمتها الاسمية على ألا يكون شريكاً أو مضارباً أو وكيلاً بالاستثمار.[2]

وهنا قد يكون المستأجر إجارة تشغيلية هو نفسه بائع الأصول المؤجرة، فهو يدفع أجرة طيلة فترة الإجارة، ثم يشتري الأصول المؤجرة بالقيمة الاسمية للصكوك، أي بالثمن الذي باع به

---

[1] فتوى المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة بالبحرين.

[2] فتوى المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة بالبحرين.

الأصول أولاً؛ فتكون الأجرة التي دفعها في أثناء عقد الإجارة هي الزيادة على المال الذي دخل إليه ثمناً للأصول التي باعها ثم أعاد شراءها بنفس الثمن. فتكون العملية كلها عينة أو ما يسمى ببيع الاستغلال، وهو حيلة ربوية. فعليه، يجب ألا ينظر إلى المسألة على أن التعهد صادر عن جهة مستقلة عن الجهة المديرة للصكوك، بل ينبغي أن ينظر إليها على ا لنحو الذي بينا ، وهو تطبيقها العملي في الغالب.

٥. إقراض مدير الصكوك لحملتها عند نقصان الربح الفعلي عن المتوقع

ما عليه العمل في أكثر الصكوك أن مدير الصكوك يلتزم بإقراض حملة الصكوك في إحدى الحالتين التاليتين:

إذا لم يظهر ربح النشاط الذي استثمرت فيه حصيلة الصكوك في التاريخ المحدد لتوزيع الأرباح

إذا ظهر ربح ولكن كان دون المتوقع لحملة الصكوك في فترة من فترات التوزيع

فيلتزم مدير الصكوك بإقراض حملة الصكوك ما يحقق الربح المتوقع في التاريخ المحدد لتوزيع الأرباح، ثم يسترد مدير الصكوك ما أقرض لاحقاً من الأرباح التالية، أو من أصول الصكوك إن لم يتحقق أي ربح، وفي الحالة الأخيرة، يشتري مدير الصكوك عند إطفائها موجودات الصكوك بالقيمة الاسمية مضافاً إليها المبلغ المقتطع في وفاء القرض، بعد أن نقصت القيمة الاسمية بهذا الاقتطاع.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا التعهد من مدير الصكوك بإقراض ما يكمّل الربح المتوقع، وهو الذي يحدَّد على أساس سعر الفائدة في فترة من فترات توزيع الربح، يترافق مع تعهد من حملة الصكوك بالتنازل لمدير الصكوك عن الربح المتحقق زيادة عن الربح المتوقع لتلك الفترة، الذي هو يبنى كما تقدم على أساس سعر الفائدة في تلك الفترة.

وقد أثار صدور التعهد بالإقراض إشكالاً شرعياً لدى البعض، لأن العلاقة التي تحكم مدير الصكوك بحملة الصكوك علاقة معاوضة لا تبرع، فهي إما مضاربة أو مشاركة أو وكالة بأجر، واجتماع القرض مع عقد معاوضة ممنوع للنهي عن اجتماع بيع وسلف؛ وكما يقول الفقهاء، فإن مثل البيع في حكم اجتماعه مع السلف كلُ عقد معاوضة، وذلك لتحقق علة المنع من احتمال التعويض عن القرض بأحد بدلي المعاوضة، فيكون تحيلاً عن الربا.

ونرى أن الإشكال يتجاوز هذه الجزئية إلى قضية أعم وأهم، وهي قضية الحكم على هذه الصكوك التي تؤسس في بعض الحالات على نحو يعدم الفارق بينها وبين السندات الربوية

المحرمة، فرأس المال يضمن بالتعهد بالشراء بالقيمة الاسمية، ومدير الصكوك يتعهد بدفع العائد المتوقع المرتبط بسعر الفائدة من الربح الفعلي أو إقراضاً منه، وحملة الصكوك يتنازلون عما فوق الربح المتوقع الذي هو مرتبط بسعر الفائدة! ضِفْ إلى ذلك إشكالات توجد في بعض الصكوك دون بعض كصكوك الإجارة كما سيأتي، من مثل إجراء عقد بيع شكلي على ما لا يباع حقيقة من ممتلكات عامة حكومية، مما يعني عدم تحقق ملكية حملة الصكوك لموجودات الصكوك حقيقةً. كل هذا ونحوه يجعل من الخطأ محاولة إيجاد مخرج شرعي لكل جزئية من جزئيات الصكوك على حدة، لأنه حتى مع إمكان إيجاد التخريجات الشرعية الجزئية، تصبح الصكوك بهذه الجزئيات جسماً غريباً غير منسجم مع روح الشريعة ومبادئها وأصول أحكامها.

وهذا الجوهر المشكل لكثير من أنواع الصكوك التي ظهرت يُعدِم في رأينا الحاجة إلى النظر بعد ذلك في مسائل جزئية متفرعة تناولها البعض من مثل: هل المشاركات من المعاوضات حتى يمتنع إقراض مدير الصكوك أم لا، أي تحقيقا للنهي عن اجتماع معاوضة مع القرض؛ و هل الشركة في صكوك المشاركة هي شركة عقد أو مِلك، لأنه يجوز للشريك في شركة المِلك أن يتعهد بشراء حصة شريكه بسعر ما ولا يجوز ذلك لشريك شراكة عقد.

ولو كانت الصكوك صكوك استثمار حقيقي يقوم على الربح والخسارة الحقيقيين، ولا يكتنفها شيء من الضمانات، وتمثل ملكية حقيقية لموجودات الصكوك، لأمكن تجاوز جزئية التزام مدير الصكوك بتقديم قرض عند نقصان الربح الفعلي عن المتوقع في مقابل تنازل حملة الصكوك عن الربح الزائد عن المتوقع، وذلك بالاستناد إلى أن علة النهي عن اجتماع المعاوضة مع السلف هي احتمال التواطؤ على الزيادة في أحد بدلي المعاوضة لينتفع المقرض بالقرض، كأن يبيع المقرض للمقترض ما قيمته خمسون بستين، وهي علة لا يتصور تحققها هنا.

و. بيع الصكوك عند الإصدار بأقل من القيمة الاسمية:

ينبغي القول بمنع بيع الصكوك بأقل من قيمتها الاسمية لبعض حملة الصكوك، لأنه في حالة عدم تحقيق ربح فوق القيمة الاسمية أو خسارة دونها، يقوم مدير الصكوك بإطفاء الصكوك بالقيمة الاسمية، وإطفاؤها بالقيمة الاسمية يعني تحقيق ربح لمن اشتراها بما دون القيمة الاسمية، وهو الفرق بين سعر الشراء، وتلك القيمة. أي أن ربحاً قد تحقق في حقيقة الأمر، لكن لم يشترك فيه باقي حملة الصكوك، مع أنهم شركاء في الربح والخسارة، وهم وإن كان يصح تفاوتهم في نسب الربح، لكن ذلك عند تحقق شيء من الربح لجميعهم، وهنا لم

يتحقق شيء من الربح لجميعهم؛ فضلاً عن عدم احتمال قيام ما يسوغ تفاوت حملة الصكوك في نسب الربح في بعض الحالات.

ز. كفالة مدير الصكوك لمن يتعامل معه

الكفالة من مدير الصكوك، شريكاً أو مضارباً أو وكيلاً بالاستثمار، بعقد منفصل بالمجان لمن يتعامل معه كشركة تنفيذ هندسية أو مصدّر أو مورّد للسلع، جائزة، لأن هذه الكفالة لا تستلزم حقيقة حصول الربح أو حتى ضمان رأس المال حتى تكون ممنوعة؛ بل أقصى ما فيها كفالة طوعية من مدير الصكوك لالتزام جهة ما تعاقد معها، كحسن تنفيذ مشروع ما، أو التزام أطراف خارجية تعاقد معها مدير الصكوك بسداد مديونيات ناتجة عن عقود قد لا تثمر ربحاً أصلاً بل قد تكون خاسرة؛ فلا ضمان واقع إذن لحصيلة الصكوك أو أصل عائدها المتوقع.

ح. توزيع جوائز على حملة الصكوك

قد تعلن الجهات الراعية للصكوك، أو مديرها، عن جوائز بالسحب يراد منها جذب الناس إلى الاكتتاب في الصكوك. والذي ينبغي لجواز توزيع هذه الجوائز أن يكون ثمنها مدفوعاً حقيقة من المال الخاص لمدير الصكوك، لا من أرباح حملة الصكوك.

وقد يعمد مدير الصكوك إلى تحميل حملة الصكوك لقيمة تلك الجوائز بطريق غير مباشر، وذلك عبر اشتراط حصة من الربح أكبر من الحصة المعتادة (حسب العرف والممارسات الجارية) التي تشترط له في حال عدم وجود جوائز، وذلك تعويضاً له عن كلفة تلك الجوائز. أي أن كلفة الجوائز في هذه الحالة تقتطع حقيقة من أرباحٍ كان ينبغي أن تكون من نصيب حملة الصكوك، بحسب العرف أو الممارسة، مما يعنى أن المكتتبين يدخلون السحب بمقابل ، ولا يدخلون بالمجان، مما يوقع في شبهة القمار.

والقاعدة أنه لا بأس بالجوائز إذا كانت تمنح لجميع المكتتبين، ويدفع ثمنها مدير الصكوك من ماله، وفي هذه الحالة، تتقيد مشروعيتها بألا تكون عالية القيمة؛ لأنها إن كانت كذلك، أورثت ضمان جزء من رأسمال الذي يساهم به المكتتبون، فهم بمجرد اكتتابهم ودفعهم لرأس المال، ضمنوا شيئاً منه في استثمارٍ ما ينبغي أن يُضمن لهم فيه شيء، وهو قيمة هذه الجائزة التي نالوها، ضَمَنَها لهم مدير الصكوك بالاكتتاب. وإن كان مدير الصكوك إنما يقتطع ثمن الجوائز الممنوحة للجميع من أرباح حملة الصكوك، فهو تغرير بهم، فهم كمن يشتري شيئاً (الجوائز) لو علموا أنهم يدفعون فيه ثمناً ما اشتروه.

ط. تشكيل احتياطي من عائد الصكوك لتغطية خسائر مستقبلية محتملة

قرر المجمع الفقهي (رقم ٣٠ بشأن صكوك المقارضة) جواز اقتطاع نسبة معينة من أرباح الصكوك في نهاية كل دورة استثمارية، إما من حصة حملة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة على الحساب، ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال.

والذي نراه هو وجوب تمكين حامل الصكوك من استرداد ما اقتطع من ربحه في تشكيل هذا الصندوق عند انسحابه من العملية الاستثمارية، لأنه لم يرض باقتطاع ذلك المبلغ متبرعاً، بل رضي بذلك ليفيد هو ذاته منه لاحقاً في فترات لاحقة محتملة لغرضٍ تحقق انتظام تدفق العائد فحسب؛ فهو لم يتركه للآخرين، بل تركه لنفسه لیناله هو لاحقاً في وقت ما، بدليل أن العملية كلها عملية استثمارية الهدف منها تعظيم المال. فهي على هذا تختلف عن التأمين الإسلامي التكافلي حيث ليس الغرض غرض استثمار واحتفاظ بعائد الاستثمار إلى وقت مستقبلي، بل الغرض تفتيت المصائب. وعليه، فإن من حق حامل الصكوك المنسحب أن يسترد ما اقتطع منه في تشكيل ذلك الاحتياطي عند انسحابه.

ي. استرداد قيمة الصكوك الاسمية بعد إغلاق الاكتتاب وقبل الشروع بالاستثمار

إن كان يُسمح لحامل الصكوك باسترداد قيمة الصكوك الاسمية قبل الشروع الاستثمار، فهذا لا يعد من قبيل الضمان الممنوع، بل من قبيل العدول عن قرار الاستثمار، وهو جائز.

ك. حق حملة الصكوك في الاطلاع على سير عملية الاستثمار:

إن من حق حملة الصكوك أن يكونوا على اطلاع دائم على تطورات العملية الاستثمارية، بصرف النظر عن نوعية الصكوك التي يحملونها، نظراً لأنهم أصحاب المال والمتضرر الأول في حال وقوع الخسارة. ولا يعد إعطاؤهم هذا الحق تدخلاً مباشراً في شؤون إدارة عملية الاستثمار التي يتولاها مدير الصكوك مضارباً كان أم وكيلاً بالاستثمار، بل من قبيل ممارسة الحق الجائز الذي أعطته الشريعة لرب المال.

ولضمان اطلاعهم على مسيرة العملية الاستثمارية، فمن الواجب أن يمثلوا بجهة مستقلة عن الجهة التي تتولى إدارة الصكوك تحقيقاً للمصداقية. وتزداد الحاجة إلى هذا التمثيل عندما تكون الجهة المديرة للصكوك مملوكة لمصدر الصكوك القابض لحصيلة الإصدار، ليتحقق بهذا التمثيل التأكد من حقيقة تحقق الاستثمار وشرعيته، وأن عملية الإصدار ليست غطاءً للحصول على تمويل بربا تحت غطاء من الصكوك.

ي. صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك والعينة المحرمة

أغلب أنواع صكوك الإجارة شيوعاً هي صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك في الصورة التي يعود فيها بائع الموجودات التي صككت فيشتريها بطريق الإجارة المنتهية بالتمليك مع التواطؤ السابق على ذلك، وقد يفهم من ذلك أن مالك الموجودات يبيعها تصكيكاً بمبلغ ما، ثم يستأجرها إجارة منتهية بالتمليك، فتعود إليه تلك الموجودات بثمن أعلى من الثمن الأول الذي باع به.

وإذا أخذنا بهذا المفهوم، فإن هذه الصورة تشتبه بالعينة المحرمة من حيث عود ملكية الموجودات المبيعة إلى بائعها الأول بمبلغ زائد يدفعه فوق الثمن الأول الذي باع به أولاً، وهذا المبلغ هو مجموع الإجارات التي يدفعها بائع الموجودات الأول خلال مدة الإجارة.

وهناك رأي آخر بتسويغ بيع الموجودات ثم تأجيرها لصاحبها إجارة منتهية بالتمليك، استناداً إلى أن الموجودات المباعة تعود إلى البائع الأول عن طريق الهبة، أو البيع بثمن رمزي هو أقل بكثير من الثمن الأول، فهي بهذا تختلف عن العينة. واستند كذلك إلى أن الموجودات المؤجرة تبقى على ملكية حملة الصكوك المالكين الجدد طيلة فترة الإجارة، فيتحملون مخاطرها ونفقاتها المختلفة.

و يعتمد هذا الرأي على عدة مسوغات:

الأول: أن حملة الصكوك يشترون الموجودات (رقبة ومنفعة) من مالكها، ثم يؤجرونها لمالكها الأصلي، أي أنهم لا يبيعون الموجودات ذاتها إلى مالكها الأصلي ولكن يبيعون المنفعة فقط، لفترة معينة، ثم ينقلون ملكيتها في نهاية فترة الإجارة بطريق الهبة أو البيع بثمن رمزي.

الثاني، أن حملة الصكوك يتحملون مخاطر الملكية خلال فترة الإجارة وتكاليفها، من حيث الصيانة والتأمين وغيرها.

الثالث، أنه إذا هلكت الموجودات، وهي بطبعها أعيان، أصبح عقد الإجارة لاغيا، ووقعت الخسارة كاملة على عاتق حملة الصكوك.

ومن الواضح أن أصحاب هذا الرأي يتصورون أن هذه المعاملة يتوفر فيها شرطان:

الأول: أن عقد البيع الأول الذي بيعت فيه الموجودات المؤجرة عقد بيع حقيقي بين بائع الموجودات وحملة الصكوك أو من يمثلهم.

الثاني: أن حملة الصكوك يتحملون حقيقة تبعات الموجودات المؤجرة طيلة فترة عقد الإجارة، من حيث ضمان خطر الأصل المؤجر، وتحمل نفقات الصيانة الأساسية التي يتحملها المؤجرون عادة، ونفقات التأمين والضرائب والغرامات وكل ما يتحمله الملاك عادة.

إلا أن الممارسات الشائعة لا يتحقق فيها هذان الشرطان، ولكن يشوبها عدة أمور:

الأول: تحميل المؤجرِ المستأجرَ لتبعات الملك، فالمؤجر الذي اشترى الموجودات من قبلُ من المستأجر، يحمِّل عمَلياً المستأجرَ كلفةَ التأمين على الموجودات المؤجرة، ويحمّله كذلك نفقات الصيانة الأساسية التي يتحملها الملاك عادة، وذلك عن طريق تقسيم الأجرة إلى ثلاثة أقسام:

الأجرة الثابتة، ويمثل مجموعها كلفة شراء الأصل المؤجَّر من مالكه المستأجر.

الأجرة المتغيرة، وتمثل ربح المؤجِّر فوق كلفة شرائه للأصل المؤجر من مالكه المستأجر، وهي عملياً سعر الفائدة السائد في السوق عند استحقاق الأجرة.

الأجرة المضافة، وتمثل النفقات الطارئة، كنفقات الصيانة الأساسية، ونفقات التأمين، فيحملها المؤجِّر للمستأجر من خلال إضافة هذه النفقات على الأجرة للفترة الإيجارية التالية للفترة التي تُكبِدَّت فيها تلك النفقات.

وعليه، فإن الطرف المؤجّر لا يتحمل بذلك تبعات الملك حقيقة؛ وهو الأمر الذي يجعل الإجارة غير حقيقية.

الثاني: أنه في حال تلف الأصل المؤجَّر أو هلاكه، فإن شركة التأمين هي التي تدفع قيمة الأصل المؤجر الهالك أو التالف، وأقساط التأمين إنما يدفعها المستأجر حقيقة كما تقدم، أي أن شركة التأمين تمثل المستأجر حقيقة في الدفع، فكأن الضامن لتلف الأصل المؤجَّر وهلاكه هو المستأجر أيضاً.

الثالث: وقوع هذه الصيغة من صيغ الصكوك أحياناً فيما لا يبيعه المالكُ بالفعل، كما حالات إصدار صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك الواقعة على شراء ممتلكات حكومية لا تنقل الحكومة ملكيتها إلى شركات خاصة أو أفراد، كالموانئ والمطارات والمرافق العامة الأساسية. فوقوع الإجارة المنتهية بالتمليك، المتطلبة شرعاً لتملك المؤجر الحقيقي لما يؤجره، على أصول لا يمكن للمصرف أو مؤسسة التمويل الإسلامي أن تتملكها وتتصرف فيها بقوة القانون، ينفي عن المعاملة كونها عملية بيع ثم إجارة حقيقيةً، ويجعلها تمويلا مستترا بفائدة.

الرابع: أن المستأجر في عموم حالات الإجارة المنتهية بالتمليك يدفع أجرة هي أعلى حقيقة من الأجرة السوقية للمنفعة المستأجرة، أي أن المدفوع ليس أجرة فحسب، بل حصة من الثمن

أيضا، وهذا يدل على تحقق قصد شراء العين، لا شراء المنفعة. أي أن الإيجار اللاحق لشراء العين هو من حيث المضمون عقد بيع، لا عقد إجارة حقيقي؛ وقد تقدمه بالتواطؤ عقدُ شراء من ذات الشخص بثمن أقل، فتتحقق بذلك العينة المحرمة.

الخامس: أن ثمن هذه الموجودات المؤجرة يساوي في عقد البيع الذي تشترى به المبلغ المراد تمويله، وهو قد يكون أقل كثيراً من القيمة الحقيقة السوقية لتلك الموجودات، مما يؤكد أن هذا البيع بيع غير حقيقي.

وعليه، فإن الأمور المتقدمة تدل على اختلاف المعاملة في صورتها العملية من التصور الذي يرد في ذهن أصحاب الرأي المجيز لها. ولذلك، فهناك حاجة ماسة إلى تناول هيكلة صكوك الإجارة بالمزيد من الحذر، والتأكد من تحقق الشرطين المذكورين، وإلا فُقدت الصحة الشكلية لهذا النوع من العقود، وأصبح جوهرها أن بائع الموجودات قبض مالاً في بيعه لسلعة بقيت عنده، وتحمل تبعة ملكيتها وحده، ثم دفع لاحقاً أكثر مما قبض إلى ذات الشخص عن اتفاق مسبق، وهو معنى العينة.

الصكوك أدوات مالية ذات خصائص فريدة تميزها عن الأدوات المالية الأخرى، سواء منها الأدوات المالية التقليدية أو الأدوات الأخرى المتوافقة مع الشريعة. وتتلخص تلك الخصائص في هيكل الصكوك ذاتها، وما تعطيه لحاملها من حقوق، وما تضعه على ذوي العلاقة بإصدارها وتسويقها من تبعات. وفيما يلي نوجز أهداف الرقابة على الصكوك، وبعض التوصيات حول كيفية القيام بها.

أهداف السلطات الرقابية

تتلخص أهداف السلطاات الرقابية فيما يتعلق بالصكوك فيما يلي":

أولا: الحرص على خاصية التوافق مع الشريعة، وبالتالي التأكد من أن الصكوك تتصف بخصائص لا تتنافى مع الشريعة. ومصلحة السلطات الرقابية في ذلك، أنه إذا لم تتوافر الشروط الشرعية في الصكوك، فإنها تهدد الأدوات المالية وكذلك المؤسسات المالية التي كانت فاعلة في إصدارها بسوء السمعة وفقدان الثقة فيها. وقد يتطرق سوء السمعة وفقدان الثقة إلى النظام النقدي والمالي بأسره، مما يهز أركان النظام الاقتصادي، ويضر بالمصالح الاقتصادية لعدد كبير من الأفراد والمؤسسات على المستويين الوطني والمحلي.

ثانيا: الحرص على أن حملة الصكوك يمتلكون حصصا على المشاع في موجودات حقيقة، لأن هذا شرط من شروط التوافق مع الشريعة ينعكس عدم توفره سلبا على سمعة الصكوك ومصدريها، كما أنه ضمان لحقوق حملة الصكوك.

ثالثا، الحرص في كل الأحول على خلو استخدام حصيلة الصكوك من مخاطر النزوع السيئ، بمعنى أن بائع الصكوك سوف يستخدم الحصيلة فيما خصصت له. وهذا يضمن قدرة بائع الصكوك على خدمة موجودات الصكوك من حيث الصيانة والحفاظ على منافعها، وكذلك دفع أقساط الإيجار وغيرها من مستحقات حملة الصكوك.

رابعا: الحرص على أن كافة الاحتياطيات قد اتخذت لكي لا يكون لدى حملة الصكوك حاجة إلى التصرف في موجوداتها بتأجيرها إلى جهة أخرى أو ببيعها. لأن حدوث ذلك، سوف ينزع من الصكوك عنصر الاستقرار، ويهدد السوق المالية كلها بالانهيار. هذا بصرف النظر عن تحمل حملة الصكوك لخسائر أو حتى تحقيقهم مكاسب من جراء التصرف في موجودات الصكوك. لأنه حتى ولو تحقق الحفاظ الكامل لحقوق حملة الصكوك، فإن مجرد

تصرفهم في الموجودات يدخل عاملا من الاضطراب في أسواق المال، يمكن أن يضر بالاقتصاد ككل.

عناصر البنية الأساسية للصكوك

من غير الممكن القيام بالرقابة والإشراف على إصدار وتملك وتداول الصكوك بدون توفر بنية أساسية مناسبة تضمن من ناحية سهولة إصدار صكوك متوافقة مع الشريعة، ومن ناحية أخرى تحقق قدرة السلطات الرقابية على التعامل مع ما قد يتصل بها من انحرافات، وقائيا وعلاجيا.

أ. الاعتراف بعقود التمويل الإسلامي في القانون المدني

باستثناء قلة من البلدان (البحرين، وإيران، وماليزيا، والسودان، ومؤخرا كازاخستان) ليس هناك ذكر لعقود التمويل الإسلامي في القانون المدني. كما أن القضاء لا يطبق قاعدة "العقد شريعة المتعاقدين". فغالبا ما تلجأ المحاكم إلى تفسير العقد على نمط ما هو شائع في السوق، وهو الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى إسقاط عقد التمويل الربوي على كافة عقود التمويل الإسلامية. والغريب أن هذا ما يحدث في غالبية الدول الإسلامية، على خلاف ما استقر عليه القضاء البريطاني من معاملة عقود التمويل الإسلامية كعقود مستقاة من الشريعة وليس من القانون الوضعي.

ومن الملاحظ أن دولة الإمارات لديها ثمانية بنوك إسلامية، أربعة منها في دبي وحدها. ولكن القانون المدني لايتطرق إلى عقود التمويل الإسلامي الإثنى عشر. كما أن المحاكم تتعامل مع تلك العقود كعقود ربوية. وهذا يعني أنه في حالة النزاع بين مصدر الصكوك وحملتها، لن تعترف المحكمة بالعقد الشرعي ولا بملكية حملة الصكوك للموجودات. فإذا نظر إلى الصكوك خارج إطارها الشرعي، بصفتها "سندات إسلامية"، سوف تغلب عليها صفة السندات، وتعامل كأداة مالية تقليدية. وبذلك، يفقد حملة الصكوك حقوق ملكيتهم للأصول، وتتعرض مصالحهم لتدهور شديد. الأمر الذي يمكن أن يفقد الصكوك مصداقيتها تماما.

والحل الوحيد هو إضافة مواد إلى القانون المدني تعترف بعقود التمويل الإسلامي.

ب. قانون البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية

من المستغرب أن كثيرا من البلاد التي لديها بنوك ومؤسسات مالية إسلامية تتركها تعمل دون قانون يحدد خصائصها، وحوكمتها، ومعالم ضوابط الرقابة عليها. ومن المستغرب أكثر

أن تكـون الإمـارات العربيـة المتحـدة مـن بـين تلـك الـدول، بـالرغم مـن أن البنـوك الإسـلامية والمؤسسات المالية الإسلامية يصل حجم أصولها في الإمـارت إلى مـا يقـرب مـن ٦٨ مليـار دولار عـام ٢٠٠٨. وهذا يؤدي إلى عدد من المحاذير، أهمها:

(١) أن البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية تنشأ بترخيص خاص، قد تختلف شروطه وتفاصيلة من حالة إلى أخرى وليس وفقا لقواعد عامة شاملة تخضع لها كافة البنوك.

(٢) أن البنـوك والمؤسسات الماليـة الإسـلامية تتم مراقبتها والإشراف عليها وفقـا لنفس القواعد التي تطبق على البنوك التقليدية، باستثناء ما تقرره السلطات الرقابية من وقت لآخر، دون قاعدة قابلة للتعميم وتكرار التطبيق.

(٣) أن المنتجات المالية الإسلامية يتم فحصها وتدقيقها من جانب أجهزة الرقابة والإشراف بناء على مرجعيـة ربويـة، لا تقبـل اختلافـات جوهريـة بـين المنتجـات الماليـة الإسـلامية والمنتجـات التقليدية.

(٤) أن السلطات الرقابية يمكن أن تستحل لنفسها إصدار أوامر وتوجيهات عامة إلى البنوك والمؤسسات الماليـة الإسـلامية لا تتفق مع شروط ترخيصها بصفتها بنوك تعمل بالتوافق مع الشريعة.

ج. حوكمة الهيئات الشرعية

تحتـاج اليهئـات الشرعية العاملـة لـدى البنـوك والمؤسسات الماليـة الإسـلامية إلى ضـوابط حوكمـة خاصـة لعـدة أسـباب. أولا، أنـه يشيع بـين بعـض المسلمين أن إصـدار الفتـوى لا يتطلـب مؤهلات بعينها، وإنما يمكن أن يقوم به كل من تبدو عليه علامات التعلم. ثانيا، أن علامات العلم بالشريعة بين عامة المسلمين يتصل معظمها بالمظهر، مثل نوع الملبس، وطول وبياض اللحية، وغير ذلك من المظاهر الخادعة. ثالثا، أن ما تعارف عليه العلماء من معايير للتمييز بين العالم والجاهل في فروع المعرفة يسشيع تجاهله تماما عندما يتصل الموضوع بالقضايا الشرعية، بل إن البعض من غير المتخصصين يدفعون بأنه لا حاجة لعالم الشريعة أن يحصل على الدكتوراه، لآن مؤسسي المذاهب الكبار (رحمهم الله جميعا) لم يكن لديهم تلك الشهادة، ولم يمنعهم ذلك من التصدي للفتوى. رابعا، أن الذين يقومون باختيار أعضاء الهيئات الشرعية، ينتقونهم أحيانا على أساس السهولة والمرونة في إصدار الأحكام، لكي لا تكون الهيئة الشرعية عقبة في وجه تجقيق الأرباح.

ولقد كان من نتيجة ذلك أن دخل أنواع من النـاس في عضوية الهيئـات الشرعية، الأول والأسوء هو من ليس لديه أي مؤهل عال في أي فرع من فروغ المعرفة، وهو الأكثر انتشارا في

عضوية الهيئات الشرعية. والثاني من لديه مؤهل عال في أحد فروع المعرفة، ولكن دون أي مؤهل مماثل في الشريعة. والثالث، من لديه مؤهل غير عال في فرع من فروع الدراسات الإسلامية ذي صلة بالشريعة. والرابع من لديه مؤهل عال في الشريعة، ولكنه كثير الخطأ في الفتوى.

هذه الأصناف الأربعة من أعضاء الهيئات الشرعية تقف وراء العديد من المنتجات المالية سيئة السمعة التي ترتكز على الصحة الشكلية دون صحة الغرض ودون الانتباه إلى المآلات التي تترتب على تلك المنتجات. ولذلك فقد حان الوقت لكي نضع قواعد وضوابط لحوكمة الهيئات الشرعية بما يتفق والأعراف المقبولة والمتبعة في الفروع الأخرى للمعرفة.

ومن الطبيعي إذن أن يوضع شرط بأن تتكون الهيئة الشرعية من عدد مفرد من علماء الشريعة مع مستشار اقتصادي. وأن نعرف العالم الشرعي بأنه حاصل على شهادة الدكتوراه من جامعة في العلوم الإسلامية يعتد بها (تقع بين العشرين الأوائل في هذا المضمار مثلا)، وأن يكون له باع في التدريس الجامعي، كما تكون له بحوث منشورة في دوريات محكّمة.

وبالإضافة، يجب النظر في سجل فتاوى المرشح لعضوية الهيئة، ومتى تحقيقها الأركان الثلاثة المطلوبة في العقود، وهي صحة الشكل، وصحة الغرض، وحسن المآل.

كما أن المستشار الاقتصادي للهئة يجب أن يكون حاصلا على الدكتوراه في اقتصاديات النقد والمال من جامعة يعتد بها (تقع بين الخمسين الأوائل مثلا)، وأن يكون له سجل مشرّف في التدريس الجامعي والبحوث المحكمة.

وفيما يتعلق بتصنيف الصكوك، فإن هيئات التصنيف يجب أن تدخل في العوامل التي يرتكز إليها التصنيف مؤهلات الهيئات الشرعية المشرفة على إصدار الصكوك. بحيث يتحسن ويتدهور التصنيف بما يتفق مع مؤهلات أعضاء الهيئة.

د. حوكمة الهيئة ذات الغرض الخاص

دعنا نبدأ أولا بالهيئة ذات الغرض الخاص التي تقوم بشراء الموجودات، وإصدار وتوزيع الصكوك، والتي تمثل في النهاية مصالح حملة الصكوك. فكما ذكرنا، قد اعتاد الأمر على كون هذه الهيئة مملوكة لمنشئ الموجودات، والمنتفع بحصيلة الصكوك فيه، مما يوجد نوعا من تضارب المصالح. والأفضل، كما ذكرنا من قبل، أن يتملك حملة الصكوك حصصا على المشاع في الهيئة الخاصة بنسبة ما يحمله كل منهم من الصكوك. ومن الممكن أن ينضم إليهم منشئ الموجودات كشريك بما يحمله من الصكوك.

وتبعا لذلك، فمن المقترح أن تقوم السلطات الرقابية على تطبيق تلك القواعد.

الباب الخامس: استخدام الصكوك في السياسات الاقتصادية

ذكرنا من قبل أن الصكوك أدوات مالية، إذا توافرت فيها الشروط الشرعية، أصبحت قابلة للتملك والتداول. وهذا يثير سئوالا هاما حول إمكان قيام الدولة باستخدامها لأغراض السياسات الاقتصادية. ونذكر في هذا المجال نوعين من السياسات: السياسات النقدية والسياسات التنموية.

استخدام الصكوك في السياسات النقدية: صكوك القراض المركزية

تحتاج السلطات النقدية في كل دولة إلى وسيلة لتحقيق عدة أغراض، منها:

(١) سهولة انتقال الأموال فيما بين البنوك.

(٢) سهولة التحكم في معدلات التوسع النقدي.

ولتحقيق كلا الغرضين، يمكن تصميم نوع من الأدوات المالية مختلفة الآجال، على نفس الأسس التي تصمم عليها الصكوك، يمكن أن نسميها الصكوك المركزية، تتمع بالخصائص التالية:

(١) يصدرها البنك المركزي في الدولة،

(٢) تباع للجمهور وللبنوك،

(٣) توضع حصيلتها كودائع استثمارية لدى البنوك الإسلامية (على أساس المضاربة أو القراض)، على النسق التالي:

٣,١. ودائع ادخارية يمكن السحب منها والإضافة إليها في أي وقت،

٣,٢. ودائع استثمارية مطلقة بآجال تتراوح بين شهر ومضاعفاته،

٣,٣. ودائع استثمارية مقيدة في محافظ خاصة، يمكن السحب منها والإضافة إليها في مواعيد محددة (مرة كل شهر مثلا).

(٤) نظرا لأن حصيلة صكوك القراض المركزية سوف تستثمر في أنشطة عينية، فإنها تمثل حصصا في ملكية موجودات يغلب عليها أن تكون أعيانا، وبذلك يحل تملكها وتداولها.

(٥) يؤسس البنك المركزي هيئة خاصة مستقلة تمثل مصالح حملة الصكوك، ويقوم بإدارتها ممثلون عن كبار حملة الصكوك.

(٦) تقوم الهيئة الخاصة بما يلي

٦,١. بيع الصكوك وتوزيع حصيلتها على البنوك الإسلامية،

٦,٢. تحصيل الأرباح عند توزيعها، ومن ثم سدادها لملاك الصكوك بالتناسب مع فترات حيازة كل مالك من صك معين.

٦،٣. صناعة السوق بالنسبة للصكوك، من خلال تلقي عروض البيع والشراء للإصدارات القائمة وإعلانها، والتوفيق بينها، وإجراءات سداد الثمن وتحويل الملكية.

مما سبق يتبين أن الصكوك تصبح أداة مالية يمكن أن يقصر أجلها إلى أيام، ويطول إلى سنوات. فتكون صكوك المضاربة المركزية قصيرة الأجل أداة نقدية جيدة، تستخدم لنقل الأموال فيما بين البنوك لفترات قصيرة. كما أنها أدوات مالية جيدة لجمع الأموال واستثمارها من خلال مؤسسات التمويل الإسلامي. وفي كلا الحالتين، يحقق استثمار حصيلة الصكوك مردودا تنمويا جيدا.

كما أنه من الممكن للبنك المركزي استخدام صكوك القراض المركزية كأداة للتحكم في معدلات التوسع النقدي، كما يلي:

(١) في حالة الرغبة في زيادة معدل التوسع النقدي، يقوم البنك المركزي بضخ الأموال في الاقتصاد عن طريق شراء كمية من الصكوك من الهيئة الخاصة. وبالتالي تقوم الهيئة بوضع الحصيلة تحت تصرف البنوك الإسلامية لاستثمارها مباشرة في الاقتصاد.

(٢) في حالة الرغبة في خفض معدل التوسع النقدي، يقوم البنك المركزي ببيع كمية من الصكوك التي يحتفظ بها لديه إلى الجمهور لكي يمتص جزءا من السيولة المتداولة.

استخدام الصكوك في السياسات المالية والتنموية

تقدم الصكوك نفسها للجهات الرسمية كأداة طيعة للمساعدة في ترشيد الإنفاق الحكومي، من خلال اتباع الخطوات التالية:

(١) قَصر استخدام الإيرادات الضريبية وغيرها من الإيرادات السيادية على تمويل الأنشطة غير المدرة للدخل، مثل الدفاع والأمن وتنظيم وإدارة المرافق والخدمات العامة.

(٢) تمويل الخدمات العامة ذات الأولوية الخاصة كالتعليم والصحة تمويلا مختلطا يجمع بين تحصيل الرسوم من قبل المستخدمين، وفقا للقدرة على الدفع، وتقديم الخدمة أو السلعة مجانا لغير القادرين[1].

[1] في هذا الصدد يقترح بعض الاقتصاديون استخدام نظام القسائم لتقديم الدعم العيني. مثال ذلك أن تكتفي الدولة في قطاع التعليم بالإشراف على المناهج والحرص على نوعية التدريس ومستوى الخريجين. وأن تبتعد عن إنشاء المدارس الحكومية، مكتفية في ذلك بإعطاء قسائم للمحتاجين بقيمة مصروفات تعليم أبنائهم، كي يستخدمونها في دفع مصروفات المدارس التي يختارونها لهذا الغرض. وكذلك وضع رسوم على استخدام بعض الطرق والجسور، مع السماح بالمرور المجاني للمستحقين، وهكذا.

(٣) أن تقوم مؤسسات القطاع العام وغيرها من المؤسسات التي تنتج سلعا ذات أهمية اجتماعية، بإصدار صكوك لجمع الأموال واستخدامها في تمويل احتياجاتها من رأس المال العامل، أو توسيع نطاق نشاطها. وتتيح هذه الصكوك لحملتها المشاركة في أرباح شركات القطاع العام، كما تتيح لهم مرونة كافية من خلال القدرة على تداول الصكوك في سوق ثانوية.

(٤) تمويل المشروعات الكبرى في مجالات البنية الأساسية كالطاقة والاتصال والمواصلات، عن طريق إصدار الصكوك واستخدام حصيلتها لتأسيس الشركات التي تقوم بتنفيذ تلك المشروعات.

الباب السادس: هياكل بعض الصكوك

صكوك نخيل:

(١) مصدر الصكوك: شركة نخيل ٣، هيئة ذات غرض خاص مسجلة في دبي

(٢) البائعون: دبي ووترفرونت

(٣) المؤجرون للموجودات:

٣,١. نخيل القابضة ١، ونخيل القابضة ٢، ونخيل القابضة ٣،
٣,٢. الشركات الثلاث مملوكة لنخيل العالمية المملوكة لشركة دبي العالمية
٣,٣. تملك الشركات الثلاث شركة نخيل.

(٤) الضمان:

٤,١. تضمن شركات نخيل القابضة بعضها البعض.
٤,٢. تضمن دبي العالمية الالتزامات بالدفع الواقعة على عاتق شركات نخيل القابضة التابعة لها.
٤,٣. لا تقدم حكومة دبي أية ضمانات تتصل بالصكوك.

(٥) نوع الصكوك: صكوك الإجارة

(٦) هيكل الصكوك:

٦,١. يستخدم مصدر الصكوك حصيلتها في شراء منافع اراض لمدة ٥٠ سنة، تقع ضمن دبي ووتر فرنت، ومملوكة لنخيل القابضة ١،
٦,٢. يقوم مصدر الصكوك بتأجير الأرض لنخيل القابضة ٢، لمدة ٣ سنوات لغرض تطويرها.
٦,٣. بعد استلام الأرض من نخيل القابضة ٢، يكون لمصدر الصكوك الحق في أن يطلب من نخيل ١ شراء منافع الأرض للفترة المتبقية.
٦,٤. يكون سعر شراء الأرض الذي تدفعه نخيل ٢ إلى مصدر الصكوك كافيا لتمكين مصدر الصكوك من سداد قيمة الصكوك لحملتها عند التصفية.

(٧) استخدام حصيلة الصكوك:

٧,١. تستخدم حصيلة الصكوك في رسملة شركة نخيل.

(٨) قيمة الصكوك ٢,٥ مليار دولار قابلة للزيادة،

(٩) مدة الصكوك: ٣ سنوات.

(١٠) سعر الإصدار: ١٠٠٪.

(١١) سعر العائد: الإصدار العام المؤهل بما يعادل سعر المقايضة الأمريكية لثلاث سنوات + هامش.

(١٢) خادم الموجودات: شركة نخيل، ومسئولياتها:

١٢,١. دفع كافة المستحقات نيابة عن المؤجر التي تتعلق بالصيانة الأساسية والإصلاحات الهيكلية، وضرائب الملكية والتأمين.

(١٣) الأمين الوكيل: يقوم بالحفاظ على الموجودات لصالح حملة الصكوك، والقيام بما يلزم تجاهها لصالح حملة الصكوك.

(١٤) المديرون الأوائل: بنك دبي الوطني للاستثمار (فرع من بنك دبي الوطني) ومورجان سيكيوريتيز.

(١٥) مدير العمليات: يعين الأمين الوكيل دويتش بنك فرع لندن مديرا للعمليات وممثلا لحملة الصكوك.

(١٦) يقوم مصدر الصكوك بتسليم حصيلتها إلى بائع الموجودات

(١٧) عناصر الإيجار:

١٧,١. حاصل ضرب:

١٧,١,١. الرصيد المتبقي من قيمة الصكوك الإسمية،

١٧,١,٢. إيبور+ معدل الربح (٢,٢٥ في المائة سنويا)

١٧,١,٣. عدد أيام الفترة مقسوما على ٣٦٠ يوما.

١٧,٢. مبلغ يساوي النفقات التي تحملها خادم الموجودات لحساب المؤجر عن الفترة السابقة.

(١٨) الشرط الجزائي: إذا لم يتم سداد أي دفعة مستحقة للمؤجر بالكامل وفي موعدها المحدد، يلتزم المستأجر التزاما لا رجعة فيه بأن يدفع لمؤسسة الهلال الأحمر بالإمارات حاصل ضرب:

١٨,١. الرصيد المستحق

١٨,٢. ١ في المائة

(١٩) المشروعات المسموح بها:

١٩,١. تضم نشرة الإصدار قائمة المشروعات المسموح بتطويرها على قطعة الأرض المؤجرة.

(٢٠) الضمان: تقدم نخيل رهنا من الدرجة الأولى على قطعة الأرض المؤجرة مسجلا في دائرة أراضي دبي.

(٢١) الأمين الوكيل: يقوم المصدر بدور الأمين فيما يتعلق بالموجودات، لصالح حاملي الصكوك، وفقا لإعلان الأمانة وشروطها. وبناء على إعلان الوكالة الذي يتم في تاريخ الإقفال، يقوم المصدر بدور الوكيل عن حملة الصكوك فيما يتعلق بالموجودات.

صكوك طيران الإمارات

(١) مصدر الصكوك: وينجز، هيئة ذات غرض خاص مسجلة في المنطقة الحرة لمطار دبي.

(٢) ملاك المصدر: أربعة أخماس لطيران الإمارات، والخمس لبنك دبي الإسلامي، بصفته مساهما وكيلا عن حملة الصكوك.

(٣) أطراف المشاركة: تدخل طيران الإمارات مع مصدر الصكوك في اتفاقية مشاركة.

(٤) الشريك المدير: طيران الإمارات

(٥) الملتزم: تقوم طيران الإمارات بصفتها ملتزما بتنفيذ الوعد بالشراء المبين أدناه لصالح مصدر الصكوك. ويتبع ذلك دخول المستأجر في اتفاقية الإجارة بعد تحقق شروط معينة.

(٦) المدير الأول المفوض: بنك دبي الإسلامي

(٧) المدراء الأوائل المشاركون: بنك الخليج الدولي، وأتش أس بي سي، وبنك أبو ظبي الوطني، وستاندارد تشارترد، ويو بي إس.

(٨) حاملو الدفاتر: بنك دبي الإسلامي، وأتش أس بي سي، وستاندارد تشارترد.

(٩) مدير المدفوعات: أتش أس بي سي، بناء على عقد الوكالة، يختص بإدارة حساب التعامل، تحصيل واستلام المدفوعات من المستأجر الملتزم، بناء على الوعد بالشراء، كما يقوم بالمدفوعات التي تتعلق بالصكوك.

(١٠) الوكيل الرئيس، ووكيل التحويل، والوكيل المرجع: أتش أس بي سي.

(١١) المسجل: أتش أس بي سي

(١٢) المسئول عن الإدراج والدفع في لكسمبورج: دكسيا بنك، لكسمبورج.

(١٣) خلاصة اتفاقية المشاركة المؤرخة في تاريخ الإقفال:

١٣,١. يوافق الشريكان على الدخول في مشاركة وفقا لقواعد الشريعة،

١٣,٢. سوف يمتلك كل من الشريكين حصة على المشاع من موجودات المشاركة،

١٣,٣. تبدأ المشاركة في النفاذ في تاريخ بدء الاتفاقية وتنتهي بعد ٧ سنوات وستة شهور من ذلك التاريخ.

١٣,٤. يكون انتهاء المشاركة بتحول جميع موجودات الشركة إلى أحد الشريكين.

١٣,٥. تبدأ المشاركة بمبلغ ٦٥٠ مليون دولار، يقدم المصدر منها ٥٥٠ مليون دولار.

١٣,٦. يتكون نصيب طيران الإمارات من تأكيدها بالتنازل عن كافة حقوقها المتعلقة بخطاب دائرة الطيران المدني بحكومة دبي المؤرخ في ١١ مايو ٢٠٠٥ (خطاب المنافع)، بناء على الدائرة الواردة في نفس الخطاب،

١٣,٧. اتفق الطرفان على أن قيمة المنافع المحددة في ذلك الخطاب تساوي ١٠٠ مليون دولار.

(١٤) موجودات المشاركة:

١٤,١. جميع الموجودات المنظورة وغير المنظورة، شاملة ما تمت حيازته بعد أو من أو باستخدام رأسمال المشاركة.

(١٥) وحدات المشاركة:

١٥,١. يكون نصيب كل من الشريكين على المشاع،

١٥,٢. يقسم نصيب كل من الشريكين إلى وحدات.

١٥,٣. يمتلك المصدر يوم الإقفال، ٨٤,٦١٥٤ وحدة وتمتلك طيران الإمارات ١٥,٣٨٤٦ وحدة.

١٥,٤. لا يحق لأي طرف زيادة أو خفض مساهمته في رأس المال، إلا بواسطة بيع وحدات للشريك الآخر، أو من خلال قيام المصدر بتنفيذ وعد الملتزم بالشراء، وفقا لشروط الوعد.

(١٦) خطة عمل المشاركة:

١٦,١. تهدف المشاركة إلى تحقيق أرباح من استخدام راس المال في إنشاء وتأجير بناية المقر الجديد لخطوط الإمارات والمركز الهندسي الجديد (موجودات المشاركة)،

١٦,٢. سوف يجري البناء على قطعة الأرض الموصوفة في سجلات اراضي دبي برقم ٨٧٧- ٢١٤، وكما هو مبين في عقد الإجارة.

(١٧) عقد الإدارة:

١٧,١. بناء على عقد المشاركة، يقوم الشريكان (المصدر وطيران الإمارات) بتعيين طيران الإمارات مديرا للمشاركة.

١٧,٢. يتولى الشريك المدير مسئولية تشييد البناية (موجودات المشاركة) بالمواصفات المبينة في خطة عمل المشاركة. مع الحصول على شهادة اكتمال تشييد المركز الهندسي بحلول ١٥ مايو ٢٠٠٦، وشهادة اكتمال مقر طيران الإمارات بحلول ١٦ يونيو ٢٠٠٨.

١٧,٣. فور ذلك، يتسلم الشريك المدير مسئولية الصيانة الرئيسة والإصلاح الهيكلي، وكذلك سداد جميع ضرائب الملكية، والحصول على التامين اللازم على مباني المشاركة.

١٧,٤. يتحمل الشريك المدير كافة المطالبات والخسائر والتكاليف والنفقات التي تقع عليه جراء القيام بتلك المهام.

١٧,٥. يتحمل المستأجر كافة المطالبات والخسائر والتكاليف والنفقات التي يكون قد دفعها الشريك المدير في سبيل توفير خدمات الإجارة.

(١٨) توزيع أرباح المشاركة:

١٨,١. يقوم المدير الشريك باحتساب أرباح المشاركة.

١٨,٢. تدفع أرباح المشاركة للشريكين في مواعيد التوزيع الدورية.

١٨,٣. يحصل المصدر على ٩٩ في المائة من الأرباح، وتحصل طيران الإمارات على الباقي.

(١٩) الوعد بالشراء:

١٩,١. يقوم الملتزم (طيران الإمارات) بتنفيذ وعد الشراء لصالح المصدر في تاريخ الإقفال.

١٩,٢. بناء على الوعد يقوم الملتزم بشراء جميع الوحدات المملوكة للمصدر، فور تحقق شرط حل الشركة، و بناء على إخطار بالتنفيذ من المصدر، في يوم العمل التالي لتاريخ الإخطار.

١٩,٣. يتكون سعر الشراء من:

١٩,٣,١. ٥٥٠ مليون دولار

١٩,٣,٢. + حاصل ضرب هذا المبلغ في مجموع سعر الليبور وهامش عن الفترة التي مضت منذ حل الشركة.

(٢٠) الوعد بالإجارة:

٢٠,١. تقدم خطوط الإمارات وعدا بالتأجير لصالح طرفي المشاركة لكل من مقر طيران الإمارات والمركز الهندسي الجديد، فور اكتمالهما.

(٢١) عقد الإجارة:

٢١,١. يؤجر المصدر للشريكين بنايتي (موجودت) المشاركة لعدد محدد من الفترات تمتد كل منها لستة شهور.

٢١,٢. يحتسب الإيجار على أساس تكلفة إنشاء المركز الهندسي الجديد (٣٥٧,٥ مليون دولار) وتكلفة إنشاء المقر الجديد لطيران الإمارات (١٩٢,٥ مليون دولار).

٢١,٣. يتم سداد الإيجار عن كل مبنى في نهاية كل فترة.

(٢٢) التلف الكامل: يعتبر عقد الإجارة أي من النبايتين منتهيا فور التلف الكامل لهما.

(٢٣) يقوم المدير الشريك بالتأمين على المبنيين.

(٢٤) وصف الصكوك:

٢٤,١. ٥٥٠ مليون دولار شهادات أمانة.

٢٤,٢. تاريخ الإقفال: ١٠ حزيران ٢٠٠٥.

٢٤,٣. سعر الإصدار: ١٠٠٪ من قيمة أصل الإصدار.

٢٤,٤. تمثل كل شهادة حقا على المشاع في الموجودات، متساوية تماما في الأفضلية. كما تمثل التزاما محدود الرجوع.

٢٤,٥. التوزيع: تستلم كل شهادة توزيعا لما يتم استلامه لحساب الموجودات في مواعيد محددة.

(٢٥) حل الأمانة: عند بيع جميع الوحدات إلى خطوط الإمارات، وفقا لتعهدها بالشراء، وقيام المصدر باستلام الثمن وتوزيعه على حملة الصكوك، تعتبر الأمانة قد حلت.

صكوك منطقة جبل علي الحرة (جفزا)

(١) المصدر والأمين: جفز، شركة محدودة المسئولية مسجلة في جزر كيمان.

(٢) الشركة: منطقة جبل على الحرة (جفزا)

(٣) الشركة: يساهم فيها شريكان جفزا والمصدر الأمين. وتكون جفزا هي الشريك المدير.

(٤) الملتزم: جفزا

(٥) المديرون الأوائل المشاركون: باركليز بنك، ودويتش بنك فرع لندن، وبنك دبي الإسلامي، وليمان براذرز الدولية أوربا.

(٦) المفوض: شركة دويتش ترستي. يفوض المصدر والأمين شركة دويتش تفويضا غير مشروط ولا رجعة فيه جميع المهام الحالية والمستقبلة، والصلاحيات، والأمانات، والسلطات، وجميع صلاحيات الأمين، بموجب إعلان التفويض.

(٧) الوكيل الأول للدفع ووكيل الاستبدال: يعين دويتش بنك فرع لندن وكيلا للدفع والاستبدال و الحساب والتحويل وأي مهام أخرى تتصل بالدفع.

(٨) وكيل التسجيل والتحويل، دويتش بنك لكسمبورج

(٩) اتفاقية المشاركة: تعقد مشاركة بن الشركة وبين الأمين،

٩,١. تعتبر حصيلة بيع الصكوك المصدرة نصيب الأمين في المشاركة.

٩,٢. تبدأ المشاركة يوم الإقفال.

٩,٣. الغرض من المشاركة تحقيق الأرباح من استخدام الموجودات وفقا لخطة العمل التي يتفق عليها الشريكان.

٩,٤. رأس مال المشاركة ١١,٢٥ مليار درهم، موزعة كما يلي:

٩,٤,١. المصدر: ٧,٥ مليار نقدا

٩,٤,٢.تقدم الشركة ماقيمته ٣,٧٥ مليار درهم على هيئة حقوف على أراضي ومباني، وفقا للتقييم المتفق عليه بين الطرفين.

(١٠) الموجودات:

١٠,١. تعتبر جميع الموجودات التي تم اقتناؤها من خلال المساهمة النقدية والعينية موجودات المشاركة.

١٠,٢. تعتبر الموجودات مملوكة للشريكين، كلٍ بحسب مساهمته في الشركة.

١٠,٣. يعطى كل شريك عدد من الوحدات تتناسب مع مساهمته.

١٠,٤. تمثل كل وحدة نصيبا على المشاع في موجودات الشركة.

١٠,٥. عند تكوين الشركة، تكون كل وحدة مساوية لما يعادل ١ في المائة من مساهمة كل شريك، وتقسم الوحدات كما يلي:

١٠,٥,١. ٧٥ مليون وحدة للأمين

١٠,٥,٢. ٣٧,٥ مليون وحدة للشركة.

(١١) توزيع أرباح المشاركة:

١١,١. يتوقع أن تحقق المشاركة عائدا لا يقل عن سعر الأيبور زائد ١,٣١ في المائة سنويا منسوبة إلى رأسمال المشاركة.

١١,٢. يحصل الأمين على ٩٩ في المائة والشركة على ١ في المائة من الأرباح.

١١,٣. الأرباح التي تزيد عن المعدل المتوقع توضع في احتياطي أرباح المشاركة.

١١,٤. عند انتهاء المشاركة، يعطى احتياطي أرباح المشاركة للشركة، حافزا لها، مقابل قيامها بدور الشريك المدير.

١١,٥. يمكن للشريك المدير سحب رصيد احتياطي أرباح المشاركة، بصفته حافزا يدفع مقدما، على أن يقوم برد ما سحب في حالة نقص الأرباح الموزعة عن ما هو متوقع.

١١,٦. في حالة نقص الأرباح عن ما هو متوقع، أو عدم كفاية الأموال المتاحة للتوزيع لمنح أرباح بالمعدلات المتوقعة، يتم ستحب ما يكفي لتعويض ذلك النقص من احتياطي أرباح المشاركة.

١١,٧. في حالة نقص الأموال المتاحة للتوزيع بعد رد ما سحب مقدما من احتياطي الأرباح، يقوم الشريك المدير بتعويض النقص عن طريق تمويل اسلامي. وإذا تعذر ذلك، يقدم الشريك المدير قرضا حسنا، يسدد من أرباح المشاركة لا غير.

(١٢) تنفيذ الوعد بالشراء:

١٢,١. تقوم الشركة بصفتها ملتزما (وليس بصفتها المدير الوكيل) بتنفيذ الوعد بالشراء يوم الإقفال لصالح الأمين.

١٢,٢. بناء على الوعد، يكون على الملتزم شراء جميع (أو نسبة من) الوحدات الخاصة بالأمين، فور قيام الأمين بتسليمه مذكرة التنفيذ.

١٢,٣. يتم شراء كامل وحدات الأمين في تاريخ التصفية. ويتم شراء نسب من الوحدات في تواريخ تعديل الحصص المتفق عليها. كما يتم الشراء أيضا في حالة الفشل في السداد.

(١٣) الوعد بالبيع:

١٣,١. يقوم الأمين بتنفيذ الوعد بالبيع في تاريخ الإقفال لصالح الشركة، بشرط أن يكون المصدر قد أصبح مستحقا لصرف قيمة الصكوك، أو مطالبا بسداد ضرئب.

(١٤) تقوم الشركة بتغطية تكاليف الأمين والوكيل وغيره من الوكلاء حسب الاتفاق.

(١٥) الموجودات (موجودات الأمانة)

١٥,١. تقوم الشركة والأمين والوكيل بالإعلان يوم الإقفال عن تكوين أمانة لصالح حملة الصكوك تتكون أصولها من الحقوق والممتلكات والحصص في موجودات المشاركة وجميع ما يعود إليها، حسب ما تبينه الاتفاقية.

(١٦) مواصفات الصكوك:

١٦,١. صكوك المشاركة بقيمة ٧٥٠٠ مليون درهم.

١٦,٢. تاريخ الاستحقاق: ٢٠١٢

١٦,٣. تاريخ الإقفال: ٢٧ نوفمبر ٢٠٠٧.

١٦,٤. تاريخ الاسترجاع: ٢٧ نوفمبر ٢٠١٢.

١٦,٥. سعر الإصدار: ١٠٠ في المائة من مجمل الأصل.

١٦,٦. كل شهادة تثبت ملكية حاملها لحصة في أصول الأمانة، وتتساوى في حقوق الاسترداد دون تفضيل.

(١٧) تواريخ التوزيع:

١٧,١. ٢٧ مايو ٢٠٠٨.

١٧,١,١. كل ٢٧ نوفمبر و٢٧ مايو التالي، بما في ذلك ٢٧ مايو٢٠١٢.

(١٨) جدولة التوزيع:

١٨,١. يتم صرف قيمة الشهادات القائمة في تاريخ الصرف بقيمة التصفية. وتعتبر الامانة قد تم تصفيتها بعد تمام الصرف.

(١٩) التصفية في حالة استحقاق ضرائب:

١٩,١. إذا أصبح المصدر ملتزما بدفع ضرائب جديدة، نتيجة لتغير في القوانين الضريبية للمقر (جزر كيمان)، أو أذا أصبح الشريك المدير ملتزما بدفع ضرائب جديدة، نتيجة تغير القوانين الضريبية لدولة الإمارات، يحق للمصدر صرف قيمة جميع الصكوك بسعر التصفية لأغراض ضريبية.

(٢٠) التصفية في حالة تغير ملكية جافزا:

٢٠,١. تتم التصفية إذا انخفضت ملكية حكومة دبي عن ٥٠ في المائة من موجودات الشركة.

(٢١) تصنيف الصكوك:

٢١,١. صنفت ستاندارد أند بور الصكوك بتصنيف (A+)، وموديز بتصنيف (A1)

(٢٢) تخضع هذه المعاملة للقانون الانجليزي.

الباب السابع: التوصيات

(٢٣) وضع معيار شرعيى متكامل يحكم تملك وتداول الصكوك، ولا يقتصر على مجرد توصيف أنواعها. ومن المقترح أن يضم المعيار التكييفات والآراء الفقهية الاجتهادية السائدة، باستثناء ما يلي:

٢٣,١. تفضيل معيار الغلبة في تداول الصكوك التي تحتوي موجوداتها على ديون أو نقود تجنباً لوقوع ربا النسيئة،

٢٣,٢. منع تضمين موجودات الصكوك أي ديون ربوية.

٢٣,٣. القول بجواز تداول صكوك السلم، مع التحذير من استخدام ذلك التسويغ لتركيب عقود تسمح بوقوع المتاجرات (المضاربات) التي تودي باستقرار الأسواق.

٢٣,٤. القول بجواز تضمين مدير الصكوك على أساس دارسة الجدوى التي يقدمها، بشرطين:

٢٣,٤,١. أن ينصّ العقد بين الطرفين على تحديد مسببات الخسارة التي لا يكون بوقوعها مدير الاستثمار مسؤولاً عن رأس المال؛

٢٣,٤,٢. أن يُحتكم إلى محكّم خارجي مستقل يتمتع بالخبرة الشرعية والتجارية لتقرير مسؤولية مدير الاستثمار من عدمها،

٢٣,٤,٣. أن يقتصر التضمين إن وقع بشروطه على رأس المال، ولا يتجاوز بذلك إلى الربح.

٢٣,٤,٤. أن يضمَّن مدير الصوك بالقيمة السوقية لموجودات الصكوك عند وقوع مسبباته، لا برأس المال كاملاً عبر ضمانه للقيمة الاسمية للصكوك.

٢٣,٤,٥. ألا ينطوي التعهد بشراء موجودات الصكوك ببقية أقساط الإجارة المتبقية في صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك، على تحقق الضمان الممنوع.

٢٣,٥. جواز التزام مدير الصكوك بتقديم قرض عند نقصان الربح الفعلي عن المتوقع في مقابل تنازل حملة الصكوك عن الربح الزائد عن المتوقع إذا كانت الصكوك صكوك استثمار يقوم على الربح والخسارة، ولا يكتنفها شيء من الضمانات، وتمثل ملكية حقيقية لا شكلية لموجودات الصكوك.

٢٣,٦. منع بيع الصكوك بأقل من قيمتها الاسمية لبعض حملة الصكوك.

٢٣,٧. جواز توزيع جوائز على بعض حملة الصكوك، بشرط:

٢٣,٧,١. ألا تكون قيمة الجوائز مرتفعة، بحيث تعتبر نوعا من ضمان رأس المال،

٢٣,٧,٢. أن يدفع ثمنها مدير الصكوك من ماله الخاص،

٢٣,٧,٣. ألا تزيد حصة الربح المشروطة لمدير الصكوك عن المعتاد،

٢٣,٨. جواز اقتطاع نسبة معينة من أرباح الصكوك لتشكيل احتياطي يغطي خسائر مستقبلية محتملة، مع تمكين حامل الصكوك من استرداد ما اقتطع من ربحه عند انسحابه من العملية الاستثمارية.

٢٣,٩. جواز أن يعمد بائع الموجودات إلى استئجارها ،بعد بيعها، إجارة منتهية بالتمليك، مع تحقق شرطين:

٢٣,٩,١. أن يكون عقد البيع الأول الذي بيعت فيه الموجودات المؤجرة عقد بيع حقيقي بين بائع الموجودات وحملة الصكوك أو من يمثلهم.

٢٣,٩,٢. أن يتحمل حملة الصكوك تبعات الموجودات المؤجرة طيلة فترة عقد الإجارة، من حيث ضمان خطر الأصل المؤجر، ونفقات الصيانة الأساسية، ونفقات التأمين والضرائب والغرامات وكل ما يتحمله الملاك عادة.

(٢٤) أن تتوافر الخصائص التالية في الهيئة ذات الغرض الخاص:

٢٤,١. تأسيس العلاقة بين حملة الصكوك والهيئة الخاصة على أساس المشاركة.

٢٤,٢. توافق أعمال الهيئة مع الشريعة من خلال إشراف هيئة شرعية عليها. فإذا تعددت العمليات التي تقوم بها الهيئة الخاصة وتنوعت، يجب أن يؤسس جهاز للتدقيق الشرعي يعمل تحت إشراف الهيئة الشرعية.

(٢٥) أن تحرص السلطات النقدية والمالية التي تشرف على إصدار وتداول الصكوك على تحقيق الأغراض التالية:

٢٥,١. الحرص على خاصية التوافق مع الشريعة، حماية للصناعة المالية الإسلامية خاصة، وللصناعة المالية عامة، من سوء السمعة.

٢٥,٢. الحرص على أن حملة الصكوك يمتلكون حصصا على المشاع في موجودات حقيقة، وأن حقوق الملكية لحملة الصكوك قابل للتطبيق والنفاذ.

٢٥,٣. الحرص على أن يلتزم بائع الصكوك باستخدامحصيلة البيع فيما خصصت له.

(٢٦) تأسيس بنية أساسية للرقابة والإشراف على الصكوك وغيرها من المنتجات المالية الإسلامية، تتكون من العناصر التالية:

٢٦,١. الاعتراف بعقود التمويل الإسلامي في القانون المدني، بحيث لا تتعامل المحاكم مع تلك العقود كعقود ربوية. ولكي تقر بملكية حملة الصكوك للموجودات.

٢٦,٢. إصدار قانون للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية حتى تتمكن السلطات الرقابية من فحص وتدقيق المنتجات المالية بناء على مرجعية إسلامية وليس مرجعية ربوية،

٢٦,٣. وضع ضوابط لحوكمة اليهئات الشرعية العاملة لدى البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، بحيث تقتصر عضوية تلك الهيئات على عدد فردي من علماء الشريعة الحاصلين على الدكتوراه في الشريعة من جامعات مرموقة، يساعدهم مستشار حاصل على الدكتوراه في اقتصاديات النقد والمال.

٢٦,٤. قيام هيئات التصنيف بتضمين مؤهلات أعضاء الهيئات الشرعية المشرفة على إصدار الصكوك في تصنيفها.

٢٦,٥. حوكمة الهيئة ذات الغرض الخاص التي تقوم بشراء الموجودات، وإصدار وتوزيع الصكوك، بحيث يتملك حملة الصكوك حصصا على المشاع فيها بنسبة ما يحمله كل منهم من الصكوك. مع السماح بأن ينضم إليهم منشئ الموجودات كشريك بقيمة ما يحمله من الصكوك.

(٢٧) تفعيل دور الصكوك في مجال السياسات الاقتصادية والتنموية بما يلي:

٢٧,١. قيام البنك المركزي بإصدار صكوك قراض مركزية، تستثمر حصيلتها من خلال وضعها كودائع ادخارية واستثمارية لدى البنوك الإسلامية،

٢٧,٢. يسمح بتداول صكوك القراض المركزية في سوق ثانوية تحقق قيام سوق نقدية بين البنوك الإسلامية.

٢٧,٣. تقوم السلطات النقدية باستخدام صكوك الإقراض المركزي كأداة للتحكم في معدل التوسع النقدي، من خلال عمليات السوق المفتوحة.

٢٧,٤. تقوم المؤسسات المملوكة ملكية عامة بإصدار صكوك تستخدم حصيلتها في توسيع نشاطها وتمويل رأسمالها العامل، بجانب تمويل المشروعات الكبرى، خاصة مشروعات البنى التحتية.

المراجع

(٢٨) ابن أبي شيبة، المصنف، الدار السلفية بالهند، تحقيق مختار أحمد الندوي، ط ١، ١٤٠٠هـ/١٩٨٠

(٢٩) ابن الهمام، فتح القدير، دار إحياء التراث العربي، بيروت.

(٣٠) ابن تيمية، مجموع فتاوى ابن تيمية، مكتبة ابن تيمية، السعودية.

(٣١) ابن جزي، القوانين الفقهية، دار الكتب العلمية، بيروت.

(٣٢) ابن حجر العسقلاني، فتح الباري، دار المعرفة ،١٣٩٧هـ، بيروت.

(٣٣) ابن حزم، المحلى، دار الآفاق الجديدة، بيروت.

(٣٤) ابن رشد الحفيد، بداية المجتهد، دار الفكر، بيروت.

(٣٥) ابن عابدين، الحاشية (رد المحتار على الدر المختار)، دار إحياء التراث العربي، ط٢، ١٤٠٧هـ، بيروت.

(٣٦) ابن قدامة، المغني، دار الفكر، ط ١، ١٤٠٤هـ، بيروت.

(٣٧) ابن قيم الجوزية، إعلام الموقعين، دار الجيل، بيروت.

(٣٨) ابن قيم الجوزية، تهذيب سنن أبي داود (حاشية ابن القيم على سنن أبي داود)، دار الكتب العلمية ، ط٢، ١٤١٥هـ، بيروت.

(٣٩) ابن منظور، لسان العرب، دار إحياء التراث، ط٣، بيروت.

(٤٠) أبو داود، سنن أبي داود، المكتبة العصرية، بيروت.

(٤١) الإمام الشافعي، الأم ، دار المعرفة، ط ٢، ١٣٩٣هـ، بيروت.

(٤٢) البجيرمي، الحاشية، ، دار المعرفة ، ١٣٩٨هـ/١٩٧٨م، بيروت.

(٤٣) البهوتي، كشاف القناع، دارالفكر، بيروت.

(٤٤) البيهقي، سنن البيهقي الكبرى، مكتبة دار الباز، ١٤١٤هـ، مكة المكرمة.

(٤٥) الترمذي، سنن الترمذي، دار الحديث، القاهرة.

(٤٦) الحاكم، المستدرك على الصحيحين ، دار المعرفة، ط١/١٩٨٦م، بيروت.

(٤٧) الحطاب، مواهب الجليل، دار الفكر، ط٢، ١٣٩٨هـ، بيروت.

(٤٨) الدارقطني، سنن الدارقطني، دار الكتب العلمية، ط ١، ١٤١٧هـ/١٩٩٦م، بيروت.

(٤٩) الدردير، الشرح الكبير، (مطبوع بهامش حاشية الدسوقي)، دار إحياء الكتب العربية (عيسى البابي الحلبي)، القاهرة.

(٥٠) الدسوقي، الحاشية، مصر، دار إحياء الكتب العربية، طبعة عيسى البابي الحلبي، القاهرة.

(٥١) الزيلعي، تبيين الحقائق، دار المعرفة، ط٢، بيروت.

(٥٢) الشربيني الخطيب، مغني المحتاج، دار الفكر، بيروت.

(٥٣) الشرقاوي، حاشية الشرقاوي على تحفة الطلاب بشرح تنقيح اللباب للشيخ زكريا الأنصاري، دار الكتب العلمية، ١٤١٨هـ/١٩٩٧م، بيروت.

(٥٤) عبد العظيم أبو زيد ومعبد الجارحي، الصكوك: قضايا فقهية واقتصادية، ورقة مقدمة إلى الدورة ١٩ لمجمع الفقه العالمي، الشارقة (من ٢٦ إلى ٢٠٠٩/٤/٣٠)

(٥٥) الغزالي، المستصفى، دار الأرقم ، بيروت.

(٥٦) قرارت مجمع الفقه العالمي.

(٥٧) الكاساني، بدائع الصنائع، دار الكتاب العربي، ط ٢، ١٩٨٢م، بيروت.

(٥٨) مجلة الأحكام العدلية.

(٥٩) المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة، فتاوى، البحرين.

(٦٠) مسلم، صحيح مسلم، دار إحياء التراث العربي ، بيروت.

(٦١) الموّاق، التاج والإكليل، (مطبوع بهامش مواهب الجليل) ، دار الفكر ط٢/١٩٧٨م

(٦٢) النووي، روضة الطالبين، دار الكتب العلمية، ١٩٩٢م، بيروت.

(63) Al-Jarhi, Mabid Ali, “A Monetary and Financial Structure for an Interest-Free Monetary Economy: Institutions, Mechanism and Policy”, presented to Seminar on Monetary and Fiscal Economics, Islamabad, Jan., 1981, in Z. Ahmad, M. Iqbal and M.F. Khan, eds., *Money and Banking in Islam*, Center for Research in Islamic Economics, Jeddah, and the Institute of Policy Studies, Islamabad, 1983.

(64) Jabeen, Zohra and Mohammad Tariq Javed (2007), "Sukuk Structures: An Analysis of Risk-reward Sharing and Wealth Circulation, "The Pakistan Development Review, 46: 4 Part II (Winter) pp. 405-419.

(65) Iqbal, Zamir and Hiroshi Tsubota, "Emerging Islamic Capital Markets - a quickening pace and new potential," http://meetings.abanet.org/webupload/commupload/IC727000/relatedresources/Emergin.Islamic.Capital.Markets-A.Quickening.Pace.and.New.Potential.pdf